



ΠΑΝΕΠΙΣΤΗΜΙΟ ΠΕΙΡΑΙΩΣ
ΜΕΤΑΠΤΥΧΙΑΚΟ ΠΡΟΓΡΑΜΜΑ
ΤΜΗΜΑ ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΗΣ & ΤΡΑΠΕΖΙΚΗΣ ΔΙΟΙΚΗΤΙΚΗΣ

ΔΙΠΛΩΜΑΤΙΚΗ ΕΡΓΑΣΙΑ

Οι παράγοντες που προσδιορίζουν τις μη κανονικές μετοχικές αποδόσεις των αγοραστριών εταιριών εισηγμένων επιχειρήσεων έναντι των αντιστοιχων αποδόσεων που αφορούν στην εξαγορά μη εισηγμένων επιχειρήσεων στην Ελληνική αγορά

ΚΑΡΑΚΙΤΣΟΥ ΜΥΡΤΩ
(ΜΧΡΗ 0712)

ΕΠΙΒΛΕΠΩΝ ΚΑΘΗΓΗΤΗΣ : ΚΥΡΙΑΖΗΣ ΔΗΜΗΤΡΙΟΣ

ΙΟΥΝΙΟΣ 2009

ΠΕΙΡΑΙΑΣ

Στην Μαργαρίτα,

Θα ήθελα να ευχαριστήσω θερμά τον καθηγητή μου Κύριο Δημήτριο Κυριαζή που μου έδωσε την δυνατότητα να ασχοληθώ με ένα τόσο ενδιαφέρον θέμα όπως επίσης και για την πολύτιμη βοήθειά του και την συμβολή του στην ολοκλήρωση της αυτής της εργασίας.

ΕΙΣΑΓΩΓΗ

Οι Συγχωνεύσεις και Εξαγορές (Σ&Ε) αποτελούν συναλλαγές μεγάλης οικονομικής σημασίας όχι μόνο για τις ίδιες τις εταιρίες αλλά και για το σύνολο της οικονομίας γενικότερα. Η αποδοτικότητα ενός επενδυτικού σχεδίου εξαγοράς και η κατανομή του πλούτου που δημιουργείται από την συναλλαγή προκαλεί μεγάλο ενδιαφέρον λόγω των υψηλών ποσών που επενδύονται αλλά και των σημαντικών επακόλουθων επιπτώσεων που έχει στην οικονομία. Στην βιβλιογραφία αναφέρεται μία πληθώρα από εμπειρικές μελέτες που εστιάζουν την προσοχή τους στην αξία που δημιουργείται από μία εξαγορά.

Η συντριπτική πλειοψηφία των εμπειρικών μελετών διεθνώς αναφέρεται στις μεγαλύτερες αποδόσεις των αγοραστών μη εισηγμένων στόχων έναντι των αντιστοίχων αποδόσεων των αγοραστών εισηγμένων στόχων. Η Ελληνική αγορά, όμως, φαίνεται να αποτελεί εξαίρεση.

Στην μελέτη «The Determinants of Wealth Gains in Greek Takeover Bids» οι D. Kyriazis & G. Diakogiannis (2008) έλεγξαν την Ελληνική αγορά εξαγορών και διαπίστωσαν την ανωτερότητα των αποδόσεων των αγοραστριών εταιριών εισηγμένων στόχων όπως επίσης και την μεγαλύτερο πλούτο που δημιουργείται σε εξαγορές με μετρητά.

Με αφορμή την συγκεκριμένη μελέτη έγινε προσπάθεια να προσδιοριστούν οι παράγοντες που επηρεάζουν τις μη κανονικές μετοχικές αποδόσεις (CARs) των αγοραστριών εταιριών και των εταιριών στόχων. Για τον σκοπό αυτό εξετάστηκαν για πρώτη φορά με δεδομένα Ελληνικών Επιχειρήσεων μεταβλητές όπως χρηματοοικονομικοί δείκτες κερδοφορίας, ρευστότητας, κεφαλαιακής διάρθρωσης και ανάπτυξης των εταιριών πριν την εξαγορά όπως επίσης και μεταβλητές για τον τρόπο πληρωμής, την εξαγορά θυγατρικής εταιρίας και την μετοχική ιδιοκτησία.

Στόχος, λοιπόν, της παρούσας μελέτης είναι να επιβεβαιώσει τα αποτελέσματα της προηγούμενης έρευνας αλλά και να ελέγξει την δύναμη που έχει η χρηματοοικονομική θέση των εταιριών πριν την εξαγορά να επηρεάζει τις μελλοντικές αποδόσεις των αγοραστριών εταιριών δίνοντας κυρίως έμφαση στο καθεστώς της εταιρίας στόχου (εισηγμένη - μη εισηγμένη) για την Ελληνική αγορά.

Η διαφοροποίηση της Ελληνικής αγοράς εξαγορών οφείλεται κυρίως στα διαφορετικά χαρακτηριστικά της χώρας και στην ιδιαιτερότητα των Ελληνικών επιχειρήσεων. Παρά το μικρό μέγεθος και των δυσκολιών ρευστότητας των ιδιωτικών εταιριών, οι στόχοι κερδίζουν την "μερίδα του λέοντος". Μία πιθανή εξήγηση πιθανόν να αποτελεί η μεγάλη συγκέντρωση μετοχικής ιδιοκτησίας, η οποία συνεπάγεται το μικρότερο (ή και μηδενικό) κόστος αντιπροσώπευσης αλλά και την μεγαλύτερη διαπραγματευτική δύναμη των εταιριών.

Η πλειοψηφία των Ελληνικών επιχειρήσεων και κυρίως των μη εισηγμένων εταιριών χαρακτηρίζονται από την οικογενειακή δομή της ιδιοκτησίας με την διοίκηση της εταιρίας να αποτελείται από ένα μικρό αριθμό στελεχών που είναι ταυτόχρονα και ιδιοκτήτες. Η ανωτερότητα, λοιπόν, των αποδόσεων των αγοραστριών εταιριών εισηγμένων στόχων είναι πιθανό να οφείλεται στην μεγάλη συγκέντρωση της μετοχικής ιδιοκτησίας των ιδιωτικών ελληνικών επιχειρήσεων

Από τα αποτελέσματα της μελέτης διαπιστώθηκε πως το καθεστώς της εταιρίας στόχου όπως προσεγγίζεται από την μεταβλητή LU βρέθηκε στατιστικά σημαντικό, με τις αγοράστριες εταιρίες εισηγμένων στόχων να σημειώνουν μεγαλύτερες αποδόσεις από τις αντίστοιχες αποδόσεις των αγοραστριών εταιριών ιδιωτικών στόχων. Το παραπάνω συμπέρασμα αποτελεί ένδειξη της αναποτελεσματικότητας της Ελληνικής αγοράς.

Στατιστικά σημαντική μεταβλητή βρέθηκε, επίσης, ο τρόπος πληρωμής της εξαγοράς (μετρητά ή μετοχές) με τις αγοράστριες εταιρίες ιδιωτικών στόχων να κερδίζουν περισσότερο σε εξαγορές με μετρητά.

Επιπρόσθετα, η αποτίμηση των εταιριών από την αγορά, η δανειακή επιβάρυνση και οι δυνατότητες ρευστότητας αποτέλεσαν σημαντικούς παράγοντες που επηρεάζουν την μελλοντική κερδοφορία των αγοραστριών εταιριών.

Τέλος, όσο αφορά τους εισηγμένους στόχους διαπιστώθηκε πως η χαμηλή δανειακή επιβάρυνση, η χαμηλότερη αποτίμηση από την αγορά και οι μικρές δυνατότητες κερδοφορίας της εταιρίας πριν την εξαγορά δημιουργούν αξία για την εταιρία. Αντίθετα, όταν η εταιρία που εξαγοράζεται είναι θυγατρική τότε έχει χαμηλότερες αποδόσεις.

ΕΠΙΣΚΟΠΗΣΗ ΒΙΒΛΙΟΓΡΑΦΙΑΣ

Οι εξαγορές και οι συγχωνεύσεις αποτελούν μία από τις πιο διαδεδομένες μορφές εξωτερικής ανάπτυξης των εταιριών. Χαρακτηρίζονται από μεγάλο όγκο συναλλαγών για αυτό και απαιτούν σημαντικές οικονομικές πηγές. Το υψηλό κόστος χρηματοδότησης και η συνεχώς αυξανόμενη δραστηριότητα στον χώρο των Σ & Ε δείχνουν την ανάγκη των επιχειρήσεων για ανάπτυξη, επέκταση και αναδιάρθρωση.

Μία πράξη εξαγοράς περιλαμβάνει την απόκτηση ελέγχου των στοιχείων ενεργητικού μίας εταιρίας από μία άλλη. Αναμφίβολα, η αγοράστρια εταιρία εκτιμά πως μπορεί να πραγματοποιήσει καλύτερης ποιότητας διαχείριση των πόρων της εξαγοραζόμενης από την τρέχουσα διοίκηση της εταιρίας. Θεωρείται δηλαδή προσωρινά υποτιμημένη η εταιρία στόχος συγκριτικά με την δυνητική της αξία. Έτσι, η αγοράστρια εταιρία είναι διατεθειμένη να προσφέρει μία τιμή μεγαλύτερη από την τρέχουσα αξία του στόχου για να δελεάσει τους μετόχους του στόχου και να αποκτήσει τον έλεγχο. Το premium σε αυτή την περίπτωση προκύπτει από την πεποίθηση της διοίκησης για αύξηση της μελλοντικής αξίας της εταιρίας μέσω των συνεργιών που θα προκύψουν.

Οι Σ & Ε Δημιουργούν Αξία?

Στην βιβλιογραφία έχουν αναπτυχθεί μία σειρά από θεωρίες που προσπαθούν να εξηγήσουν την δημιουργία και την κατανομή των κερδών ύστερα από μία εξαγορά. Για παράδειγμα, με βάση την «Welfare Theory» (Brailsford & Knights, 1998) όλοι κερδίζουν από μία εξαγορά.

1. Οι μέτοχοι της εταιρίας στόχου εισπράττουν την τιμή πώλησης για τις μετοχές τους η οποία είναι μεγαλύτερη της τρέχουσας τιμής τους αυξημένη κατά ένα control premium στην τιμή που προσφέρουν οι αγοραστές.
2. Οι μέτοχοι της αγοράστριας εταιρίας κερδίζουν από την επιπλέον μελλοντική αξία της εταιρίας που θα προκύψει από τις συνέργιες.
3. Οι επενδυτές γενικά, κερδίζουν σε μία αποτελεσματική αγορά που προσφέρει περιβάλλον εταιρικού έλεγχου και τέλος,
4. Η οικονομία στο σύνολό της κερδίζει από την πιο αποτελεσματική χρήση των πόρων της.

Αντίθετα με την «Welfare Theory», η συντριπτική πλειοψηφία των εμπειρικών μελετών αναφέρει πως κατά μέσο όρο οι εταιρίες στόχοι της εξαγοράς πετυχαίνουν μεγάλες και στατιστικά σημαντικές μη κανονικές μετοχικές αποδόσεις ενώ οι αγοράστριες εταιρίες σημειώνουν μηδενικές ή και λίγο αρνητικές μη στατιστικά σημαντικές αποδόσεις την περίοδο ανακοίνωσης της εξαγοράς οι οποίες μακροπρόθεσμα καταλήγουν σε πολύ αρνητικές και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις.

Στις περισσότερες περιπτώσεις έχει παρατηρηθεί μία μεταφορά πλούτου από την αγοράστρια εταιρία προς την εξαγοραζόμενη. Το ερώτημα που προκύπτει εδώ είναι γιατί οι εταιρίες προβαίνουν σε αποφάσεις εξαγοράς εφόσον κατά μέσο όρο δεν καταφέρνουν να αυξήσουν την αξία τους?

Το παραπάνω ερώτημα αποτελεί ένα από τα άλυτα αινίγματα στον τομέα της χρηματοοικονομικής διοίκησης. Στην προσπάθεια να εξηγηθεί το φαινόμενο αυτό έχουν αναπτυχθεί διάφορες θεωρίες και υποθέσεις. Στη συνέχεια αναφέρονται τρεις από τις πιο βασικές θεωρίες.

1. Σύμφωνα με την πρώτη θεωρία έχουμε τους υποστηρικτές της αποτελεσματικής αγοράς (Fama, 1998; Mitchell and Stafford, 2000) σύμφωνα με τους οποίους οι αρνητικές αποδόσεις των αγοραστριών εταιριών μπορούν να αποδοθούν στην έλλειψη ενός τέλει μοντέλου αποτίμησης περιουσιακών στοιχείων (Capital Asset Pricing Model). Οι αρνητικές αποδόσεις μπορούν να περιοριστούν (αλλά όχι να απαλειφτούν) με την εφαρμογή άλλων μοντέλων παραγωγής αποδόσεων όπως το τριπαραγοντικό υπόδειγμα και την μεθοδολογία χαρτοφυλακίου ημερολογιακού χρόνου.
2. Από την άλλη πλευρά έχουμε τους υποστηρικτές των συμπεριφορικών χρηματοοικονομικών αντιδράσεων (DeBondt and Thaler, 1985; Barberis et al., 1998). Το βασικό τους επιχείρημα είναι πως οι αρνητικές αποδόσεις των αγοραστριών εταιριών που σημειώνονται την περίοδο ανακοίνωσης της εξαγοράς οφείλονται στις διάφορες ανωμαλίες των μακροπρόθεσμων αποδόσεων της μη αποτελεσματικής αγοράς.
3. Ανάμεσα στις δύο ακραίες αυτές απόψεις έχουν διατυπωθεί εναλλακτικές θεωρίες στηριζόμενες κυρίως σε ατέλειες της αγοράς όπως είναι η θεωρία της Αντιπροσώπευσης (Agency Costs Theory) και η θεωρία της Ασύμμετρης Πληροφόρησης (Theory Of Information Asymmetry).

Agency Costs Theory

Η θεωρία της Αντιπροσώπευσης όπως εκφράστηκε από τους Jensen & Meckling (1976) και Mueller (1980) σε συνδυασμό με τη υπόθεση των ελεύθερων ταμειακών ροών του Jensen (1986) - η λεγόμενη Free Cash Flow Hypothesis - αναφέρονται στην διάσταση συμφερόντων ανάμεσα στους διοικούντες της εταιρίας και στους μετόχους.

Πιο συγκεκριμένα, όταν τα στελέχη έχουν στην διάθεση τους υπερβάλλουσες ταμειακές ροές και λίγες επενδυτικές ευκαιρίες τότε έχουν

ισχυρά κίνητρα να επιλέξουν επενδυτικά σχέδια με αρνητική καθαρά παρούσα αξία όπως είναι οι εξαγορές προσφέροντας πολύ υψηλά premia για να αποκτήσουν τις εταιρίες στόχους, με σκοπό βέβαια να ικανοποιήσουν τα δικά τους προσωπικά οφέλη (prestige, μεγαλύτερες αποδοχές, σύστημα αμοιβών συνδεδεμένο με το μέγεθος της εταιρίας κ.τ.λ.).

Οι επενδύσεις με αρνητική Καθαρά Παρούσα Αξία (ΚΠΑ) αποκλίνουν από τον πρωταρχικό στόχο της χρηματοοικονομικής διοίκησης που είναι η μεγιστοποίηση του πλούτου των μετόχων με αποτέλεσμα να αποβαίνουν ζημιογόνες για την ίδια την εταιρία. Με την ανακοίνωση, λοιπόν, της εξαγοράς, αναμένεται η αρνητική αντίδραση της αγοράς. Οι επενδυτές πιέζουν την τιμή της μετοχής πτωτικά εφόσον την θεωρούν υπερτιμημένη.

Βέβαια, οι μηδενικές κατά μέσο όρο μη κανονικές αποδόσεις είναι πιθανό να μην οφείλονται αποκλειστικά στο πρόβλημα της αντιπροσώπευσης αλλά σε λανθασμένη κρίση των διοικούντων. Η υπόθεση αυτή διατυπώθηκε από τον Roll (1986) ως Hybris Hypothesis.

Theory Of Information Asymmetry

Η θεωρία της Ασύμμετρης πληροφόρησης αναπτύχθηκε στην προσπάθεια να εξηγηθεί η διαφορετικότητα των μη κανονικών αποδόσεων των αγοραστριών εταιριών ανάλογα με τον τρόπο χρηματοδότησης της εξαγοράς (μετρητά, ανταλλαγή μετοχών ή συνδυασμός).

Το πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης αρχικά παρουσιάστηκε από το θεωρητικό μοντέλο των Myers & Majlyf (1984) που υποστήριξαν ότι σε ένα περιβάλλον με ισχυρή ασυμμετρία οι αγοράστριες εταιρίες με υπερτιμημένες μετοχές προτιμούν την έκδοση μετοχών ως αντάλλαγμα για την απόκτηση των εταιριών στόχων. Γενικά, έχει παρατηρηθεί πως η ανταλλαγή μετοχών δίνει το 'σήμα' ότι η μετοχή της αγοράστριας εταιρίας είναι υπερτιμημένη για αυτό και την περίοδο ανακοίνωσης της εξαγοράς η μετοχή πιέζεται σε χαμηλότερες τιμές ως επακόλουθη συνέπεια της αρνητικής επίδρασης της αγοράς. Παρόμοια αντίδραση αναμένεται και για τις μετοχές των εξαγοραζόμενων εταιριών των οποίων οι μέτοχοι εφόσον αποδεχτούν την ανταλλαγή των μετοχών μοιράζονται από κοινού με τους μετόχους της αγοράστριας εταιρίας τον κίνδυνο των υπερτιμημένων μετοχών.

Μία άλλη διάσταση στο πρόβλημα της ασύμμετρης πληροφόρησης δόθηκε από τους Hansen (1987) και Fishman (1989). Οι τελευταίοι αναφέρουν πως η ασυμμετρία στην πληροφόρηση έχει δύο όψεις που αφορούν η πρώτη τον αγοραστή και η δεύτερη τον στόχο καθώς η κάθε εταιρία έχει διαφορετικό σύνολο ιδιωτικών πληροφοριών για την αξία της. Ο Hansen (1987) προέβλεψε πως οι αγοράστριες εταιρίες όταν έχουν μικρότερη πρόσβαση σε πληροφορίες για την πραγματική αξία του στόχου

τότε προβαίνουν σε εξαγορά μέσω ανταλλαγής μετοχών. Η επιλογή του τρόπου χρηματοδότησης δεν είναι τυχαία εφόσον με την χρήση μετρητών για την απόκτηση των στόχων οι αγοραστές διατρέχουν τον κίνδυνο να επωμιστούν εξ'ολοκλήρου το κόστος υπερπληρωμής ενώ με την ανταλλαγή μετοχών το κόστος της λανθασμένης εκτίμησης της αξίας του στόχου βαρβαίνει ταυτόχρονα και τους δύο.

Επιπρόσθετα, οι Shleifer & Vishny (2003) έδειξαν πως οι αγοραστές προτιμούν την ανταλλαγή μετοχών σε περιόδους που πιστεύουν πως η μετοχή τους είναι υπερτιμημένη. Η άποψη τους επιβεβαιώνεται από την πρόσφατη έρευνα των Draper και Paudyal (2006) οι οποίοι υποστήριξαν πως οι μανάτζερ των αγοραστριών εταιριών με υπερτιμημένες μετοχές την περίοδο πριν την ανακοίνωση της εξαγοράς σε περιβάλλον υψηλής ασυμμετρίας πληροφόρησης έχουν ισχυρά κίνητρα να πραγματοποιήσουν εξαγορές με ανταλλαγή μετοχών. Σκοπός τους βέβαια είναι να προκαλέσουν την θετική αντίδραση της αγοράς στηριζόμενοι στην επανεκτίμηση των επενδυτών για την αξία της εταιρίας μέσω της νέας προοπτικής ανάπτυξης. Οι Draper και Paudyal (2008) χρησιμοποιώντας δεδομένα για το Ηνωμένο Βασίλειο εξέτασαν την ασυμμετρία πληροφόρησης (μέσω της απόκλισης των προβλέψεων των αναλυτών) και την pre-bid υπερτίμηση της μετοχής (μέσω του δείκτη PE) και απέδειξαν πως οι αγοράστριες εταιρίες με υποτιμημένες μετοχές σε περιβάλλον υψηλής ασυμμετρίας πληροφόρησης κερδίζουν περισσότερο.

Αξίζει βέβαια να σημειώσουμε εδώ πως παρόλο που οι εξαγορές αποτελούν μία μορφή επένδυσης με κατά μέσο όρο αρνητική καθαρά παρούσα αξία, υπάρχει ένα μεγάλο ποσοστό (περίπου 40%) περιπτώσεων εξαγορών που χαρακτηρίζονται ως πετυχημένες με θετικές μη κανονικές μετοχικές αποδόσεις.

Στην βιβλιογραφία έχουν πραγματοποιηθεί πολλές μελέτες με στόχο την επαλήθευση των παραπάνω θεωριών και έχουν εξεταστεί ένα σύνολο μεταβλητών (bid dynamic factors) που διαμορφώνουν τις αποδόσεις των αγοραστριών εταιριών σε μία εξαγορά όπως το ποσοστό έλεγχου πριν την εξαγορά της αγοράστριας εταιρίας πάνω στην εξαγοραζόμενη, ο τρόπος πληρωμής (μετρητά ή ανταλλαγή μετοχών), η διάθεση της εξαγοράς (φιλική ή εχθρική), το καθεστώς της εταιρίας στόχου (εισηγμένη ή ιδιωτική), στρατηγικοί παράγοντες (όπως για παράδειγμα ο βαθμός βιομηχανικών συνεργιών) ακόμα και χαρακτηριστικά εταιρικής διακυβέρνησης (όπως η μετοχική ιδιοκτησία).

Παράγοντες που προσδιορίζουν τις αποδόσεις των Αγοραστών και των Στόχων σε μία Εξαγορά

Για τον σκοπό της παρούσας μελέτης κρίνεται σκόπιμο να αναφερθούν συνοπτικά τα αποτελέσματα των εμπειρικών μελετών που αφορούν τις ακόλουθες μεταβλητές οι οποίες, στη συνέχεια, θα εξεταστούν για ένα δείγμα ελληνικών εξαγορών.

1. Το Καθεστώς της Εταιρίας Στόχου (Εισηγμένη-Ιδιωτική)
2. Μέσο Πληρωμής
3. Μετοχική Ιδιοκτησία προ-εξαγοράς του Αγοραστή στην Εταιρία Στόχο
4. Το Σχετικό Μέγεθος των Εταιριών
5. Δομή Μετοχικής Ιδιοκτησίας
6. Χρηματοοικονομική Θέση

1. Το Καθεστώς της Εταιρίας Στόχου (Εισηγμένη-Ιδιωτική)

Παρά το γεγονός ότι η συντριπτική πλειοψηφία του συνόλου των εξαγορών αφορά ιδιωτικούς στόχους (περίπου το 80%) στην βιβλιογραφία έχει δοθεί περισσότερη έμφαση στις εξαγορές εισηγμένων στόχων. Αυτό οφείλεται κυρίως στην συγκέντρωση μεγαλύτερου δημόσιου ενδιαφέροντος για τις εισηγμένες εταιρίες αλλά και στην δυσκολία συλλογής δεδομένων για τους ιδιωτικούς στόχους.

Οι κυριότερες μελέτες που αφορούν την εξαγορά μη εισηγμένων επιχειρήσεων είναι αυτές των Chang (1998), Ang & Kohers (2001), Fuller et al. (2002) και Draper & Paudyal (2006). Οι παραπάνω έρευνες έδειξαν ότι οι αγοραστής μη εισηγμένων στόχων κερδίζουν, σε αντιδιαστολή με τους αγοραστής εισηγμένων εταιριών οι οποίοι παρουσιάζουν ζημιές. Χαρακτηριστικά, οι μέτοχοι των αγοραστών ιδιωτικών στόχων πετυχαίνουν σημαντικές μη κανονικές αποδόσεις ανεξάρτητα από τον τρόπο πληρωμής, με τους αγοραστής που χρησιμοποιούν μετοχές να κερδίζουν τις μεγαλύτερες αποδόσεις.

Υπάρχουν τρία βασικά επιχειρήματα που εξηγούν την ανωτερότητα των μη κανονικών αποδόσεων των αγοραστών ιδιωτικών στόχων έναντι των αντίστοιχων αποδόσεων που αφορούν εξαγορές εισηγμένων στόχων.

Το πρώτο επιχειρήμα αναφέρεται στην μικρή διαπραγματευτική δύναμη των ιδιωτικών εταιριών καθώς έχουν περιορισμένες δυνατότητες χρηματοδότησης και ρευστότητας. Οι αγοραστής σε αυτές τις περιπτώσεις ζητούν το λεγόμενο liquidity discount ώστε να τις αποκτήσουν με αποτέλεσμα να σημειώνονται μικρότερα bib premia για τις εξαγορές μη εισηγμένων εταιριών (Fuller (2002) και Draper & Paudyal (2006)). Επιπρόσθετα, το πρόβλημα ρευστότητας των ιδιωτικών στόχων μειώνει την

πιθανότητα εμφάνισης και άλλων ενδιαφερόμενων αγοραστών αυξάνοντας έτσι την διαπραγματευτική δύναμη της αγοράστριας εταιρίας (Draper & Paudyal, 2006).

Βέβαια, είναι πιθανό μία εξαίρεση από τον κανόνα να αποτελεί η περίπτωση της ελληνικής αγοράς εξαγορών. Όπως αναφέρεται στο άρθρο των D. Kyriazis & G. Diakogiannis (2008) υπάρχουν περιπτώσεις ιδιωτικών εταιριών με μεγάλη διαπραγματευτική δύναμη. Στις περιπτώσεις αυτές οι μη εισηγμένες εταιρίες έχουν συνήθως οικογενειακή δομή και η διοίκηση της εταιρίας αποτελείται από ένα μικρό αριθμό στελεχών που είναι ταυτόχρονα και ιδιοκτήτες. Οι εταιρίες στόχοι με οικογενειακή δομή χαρακτηρίζονται από μικρότερα κόστη αντιπροσώπευσης και μεγάλη διαπραγματευτική δύναμη εφόσον η διοίκηση των εταιριών δεν είναι διατεθειμένη να προχωρήσει στην πώληση της εταιρίας εάν δεν συμφωνήσει τους πιο συμφέροντες όρους της συναλλαγής κυρίως όταν πρόκειται να αποδεχτεί τις μετοχές του αγοραστή ως αντάλλαγμα (D. Kyriazis & G. Diakogiannis, 2008).

Το δεύτερο επιχείρημα αναφέρεται στο μικρότερο κόστος αντιπροσώπευσης των αγοραστών μη εισηγμένων εταιριών εξαιτίας του block holder formation effect. Όπως αναφέρουν στην μελέτη τους οι Ang et al. (2000) το κόστος αντιπροσώπευσης θα είναι μικρότερο εάν οι επενδυτές (μέτοχοι και δανειστές) έχουν άμεση συμμετοχή ή δυνατότητα εταιρικού ελέγχου στις αποφάσεις της διοίκησης. Η υπόθεση αυτή παρά το γεγονός ότι βρίσκει εφαρμογή τόσο στις περιπτώσεις εισηγμένων εταιριών στόχων όσο και στις ιδιωτικές εταιρίες στόχους, είναι πιθανότερη η εφαρμογή της σε μη εισηγμένες εταιρίες λόγω της μεγάλης συγκέντρωσης ποσοστού ιδιοκτησίας σε μικρό αριθμό ατόμων. Υπό αυτές τις προϋποθέσεις η αγορά αναμένει οι πρώην μέτοχοι των μη εισηγμένων στόχων να διαδραματίσουν ένα ενεργό ρόλο στην διαδικασία λήψεως αποφάσεων (monitoring role) και να συμμετέχουν στη σύνθεση της νέας εταιρίας μετά την εξαγορά. Η αντίδραση της αγοράς σε αυτή την περίπτωση αναμένεται θετική σύμφωνα με τους Chang (1998) και Fuller et al. (2002). Βέβαια, όπως αναφέρουν οι Fuller et al. (2002) στην ίδια μελέτη αναφέρουν και την αντίθετη άποψη σύμφωνα με την οποία μία εισηγμένη εταιρία στόχος έχει συνήθως μεγαλύτερο μέγεθος από μία ιδιωτική εταιρία με αποτέλεσμα να αποκτά και μεγαλύτερο μερίδιο ιδιοκτησίας στην αγοράστρια εταιρία μετά την εξαγορά.

Πιο συγκεκριμένα, οι Fuller et al. (2002) έδειξαν πως τα μεγαλύτερα κέρδη μετά από εξαγορά σημείωσαν οι αγοραστές ιδιωτικών στόχων που πραγματοποίησαν ανταλλαγή μετοχών. Συμπέρασμα που είναι συμβατό με την monitoring hypothesis αλλά αντίθετο με τα αποτελέσματα των Draper & Paudyal (2006) οι οποίοι υποστήριξαν πως οι αγοραστές ιδιωτικών στόχων κερδίζουν περισσότερο όταν χρησιμοποιούν μετρητά ως τρόπο πληρωμής. Για να αιτιολογήσουν τα αποτελέσματα της μελέτης τους οι Fuller et al. (2002) πρότειναν μία πιθανή εξήγηση στηριζόμενη σε φορολογικούς λόγους (Tax effect explanation) υποθέτοντας πως η ανταλλαγή μετοχών διαφέρει σημαντικά σε φορολογική αντιμετώπιση από ότι η χρήση μετρητών η οποία βαραίνει άμεσα και τους ιδιωτικούς στόχους. Έτσι, οι εταιρίες στόχοι είναι πιο πιθανό να αποδεχτούν μία χαμηλότερη προσφορά ανταλλαγής μετοχών γεγονός που αντανάκλα την ανωτερότητα

των αποδόσεων των αγοραστών που χρησιμοποιούν ως μέσο χρηματοδότησης την ανταλλαγή μετοχών.

Σε αντίθεση με την monitoring hypothesis (Chang, 1998 και Fuller et al., 2002) οι Draper & Paudyal (2006) πρότειναν την managerial motive hypothesis. Σύμφωνα με την υπόθεση αυτή οι μάντζερ των αγοραστριών εταιριών που αποκτούν εισηγμένους στόχους (που είναι συνήθως μεγαλύτεροι από τους ιδιωτικούς) είναι πιθανότερο να ικανοποιήσουν τα δικά τους προσωπικά οφέλη και όχι τα συμφέροντα των επενδυτών (Agency Costs Theory). Με βάση την managerial motive hypothesis οι μη κανονικές αποδόσεις των αγοραστών εισηγμένων εταιριών αναμένεται να είναι μικρότερες από τις αποδόσεις των αγοραστών μη εισηγμένων στόχων

Το τρίτο επιχείρημα αναφέρεται στις ευκαιρίες κερδοσκοπίας στις εξαγορές. Καθοριστικός είναι εδώ ο ρόλος των επενδυτών που προσπαθούν να εκμεταλλευτούν ευκαιρίες arbitrage σε εξαγορές εισηγμένων στόχων. Το φαινόμενο αυτό εμφανίζεται κυρίως όταν έχουμε ανταλλαγή μετοχών. Μετά την ανακοίνωση της εξαγοράς η μετοχή της εταιρίας στόχου συνήθως διαπραγματεύεται σε χαμηλότερη τιμή από την τιμή που προσφέρει ο αγοραστής. Η διαφορά ανάμεσα στις δύο τιμές αποτελεί το λεγόμενο εύρος κερδοσκοπίας (arbitrage spread). Οι επενδυτές που ακολουθούν κερδοσκοπική στρατηγική επένδυσης επωμίζονται τον κίνδυνο (risk merger arbitrage) να μην ολοκληρωθεί η εξαγορά. Εάν η εξαγορά πραγματοποιηθεί με επιτυχία οι κερδοσκόποι κερδίζουν την διαφορά ανάμεσα στις δύο τιμές. Αντίθετα, εάν η εξαγορά δεν ολοκληρωθεί η ζημία των επενδυτών αναμένεται να είναι πολύ μεγαλύτερη από το αναμενόμενο κέρδος. Η δραστηριότητα των επενδυτών που εκμεταλλεύονται ευκαιρίες κερδοσκοπίας όταν υπάρχει αποτελεί καθοριστικό παράγοντα των αποδόσεων των αγοραστριών εταιριών εισηγμένων στόχων (Fuller et al., 2002 και Moeller et al., 2004). Αντίστοιχη βέβαια δραστηριότητα για ιδιωτικούς στόχους δεν είναι δυνατό να εμφανιστεί εφόσον η μετοχή τους δεν είναι ρευστή.

2. Μέσο Πληρωμής

Σύμφωνα με τους Myers & Majluf (1984) μία ατέλεια της αγοράς αποτελεί η ασύμμετρη κατανομή των πληροφοριών ανάμεσα στους συμμετέχοντες (εταιρίες, μέτοχοι και επενδυτές). Η πλειοψηφία των εμπειρικών μελετών στηρίζει την υπόθεση της ασύμμετρης πληροφόρησης. (De Angelo et al., 1984; Draper & Paudyal, 1999; Travlos, 1987; Sudarsanam & Mahate, 2003). Από το σύνολο των ερευνών διαφαίνεται πως με την προσφορά μετρητών, κατά μέσο όρο, οι αγοράστριες εταιρίες πετυχαίνουν μεγαλύτερες αποδόσεις από τις αντίστοιχες αποδόσεις σε εξαγορές με ανταλλαγή μετοχών οι οποίες είναι συνήθως αρνητικές τόσο για τους αγοραστής όσο και για τους στόχους.

Επιπρόσθετα, το μοντέλο του Fishman (1989) προβλέπει πως η αρχική προσφορά μετρητών από τον αγοραστή ίση με την αξία του στόχου

συν ένα επιπλέον premium πώλησης δίνει το σήμα στην αγορά πως η αξία αποτίμησης της εξαγοραζόμενης είναι υψηλή αποσκοπώντας στην απομάκρυνση άλλων ενδιαφερόμενων αγοραστών. Η μελέτη του Fishman (1989) επιπλέον προβλέπει πως όλες οι εξαγορές με μετρητά οδηγούν σε μεγαλύτερες μη κανονικές αποδόσεις των αγοραστριών εταιριών ως αποτέλεσμα της δυναμικής πρότασης εξαγοράς και την μικρή πιθανότητα απόρριψης της προσφοράς λόγω μειωμένου ανταγωνισμού.

Βέβαια, πρέπει να τονιστεί πως υπάρχουν περιπτώσεις εξαγορών με ανταλλαγή μετοχών που αποδείχτηκαν κερδοφόρες για την αγοράστρια εταιρία. Η ανωτερότητα των περιπτώσεων αυτών οφείλεται σύμφωνα με τον Myers (1977) στις καλύτερες επενδυτικές ευκαιρίες. Το επιχείρημα του Myers (1977) διατυπώθηκε στην προσπάθεια να εξηγηθεί γιατί οι εταιρίες με μεγάλες προοπτικές ανάπτυξης προτιμούν την έκδοση μετοχών και όχι ομολογιών (Martin, 1996).

Τέλος, στην πρόσφατη εμπειρική μελέτη τους οι Officer et al (2008) επιβεβαίωσαν το μοντέλο του Hansen (1987) και υποστήριξαν πως οι αποδόσεις των αγοραστών είναι μεγαλύτερες όταν χρησιμοποιούν μετοχές για να αποκτήσουν στόχους που είναι δύσκολο να αποτιμηθεί η πραγματική τους αξία όπως εταιρίες με υψηλά επίπεδα ασύμμετρης πληροφόρησης. Για να ελέγξουν την ασύμμετρία πληροφοριών οι Officer et al (2008) χρησιμοποίησαν μεταβλητές όπως το μέγεθος των πωλήσεων, την αναλογία των εξόδων έρευνας και ανάπτυξης (R&D) με τον κύκλο εργασιών, τον δείκτη των άυλων στοιχείων προς το σύνολο του ενεργητικού και το μέτρο της ιδιοσυνγκρατικής μεταβλητότητας (idiosyncratic volatility).

3. Μετοχική Ιδιοκτησία προ-εξαγοράς του Αγοραστή στην Εταιρία Στόχο

Η ύπαρξη ποσοστού ιδιοκτησίας του αγοραστή στο κεφάλαιο της εταιρίας στόχου πριν την ανακοίνωση της εξαγοράς έχει αναφερθεί σε πολλές μελέτες ως παράγοντας προσδιορισμού των μη κανονικών αποδόσεων των αγοραστριών εταιριών (Franks and Harris, 1989; Stultz et al., 1990; Holl and Kyriazis, 1977) καθώς αυξάνει την πιθανότητα πραγματοποίησης της εξαγοράς και ταυτόχρονα οδηγεί σε μεγαλύτερες αποδόσεις των αγοραστών και μικρότερες αποδόσεις των στόχων.

Αντίθετα με την κλασσική θεωρία που προβλέπει την ανωτερότητα των αποδόσεων των αγοραστών με ποσοστό ιδιοκτησίας του στόχου πριν την δημόσια ανακοίνωση της εξαγοράς οι περισσότερες εμπειρικές μελέτες δείχνουν ότι το ποσοστό αυτό ποικίλλει ανά περίπτωση και σε ορισμένες περιπτώσεις είναι ελάχιστο ή μηδενικό. Γεγονός, που προκαλεί έκπληξη, εφόσον σύμφωνα με τους Jennings & Mazzeo, (1993); Schwert, (1996) και Betton & Eckbo (2000) οι αγοράστριες εταιρίες χωρίς μερίδιο πριν την εξαγορά θα πρέπει να προσφέρουν πολύ υψηλά premia.

Η διάσταση των θεωρητικών και των εμπειρικών μελετών σύμφωνα με τους Goldman & Qian (2004) οφείλεται σε δύο πιθανούς λόγους. Ο πρώτος αναφέρεται στην αντίδραση της διοίκησης της εταιρίας στόχου που εφόσον αντιληφτεί νωρίς την πρόθεση εξαγοράς μπορεί να αντιδράσει κατάλληλα ώστε να αποτρέψει την πιθανότητα εξαγοράς. Εναλλακτικά, ο δεύτερος λόγος αναφέρεται στο υψηλό κόστος και στην μείωση της αξίας της αγοράστριας εταιρίας σε περίπτωση αποτυχίας πραγματοποίησης της εξαγοράς.

Οι Goldman & Qian (2004) έδειξαν πως ενώ όσο αυξάνεται το ποσοστό ιδιοκτησίας πριν την εξαγορά τόσο μεγαλύτερες είναι οι αντίστοιχες αποδόσεις των αγοραστών, στην πραγματικότητα οι επιχειρήσεις φοβούμενες το κόστος της αποτυχίας αρκούνται σε μικρότερα ποσοστά. Στην ίδια μελέτη οι Goldman & Qian (2004) όρισαν το άριστο ποσοστό ιδιοκτησίας ως το σημείο εκείνο όπου το οριακό κέρδος (που θα προκύψει όταν ολοκληρωθεί η εξαγορά) από την αγορά επιπλέον μεριδίου της εταιρίας στόχου είναι ίσο με το οριακό κόστος που θα επιβαρύνει την εταιρία σε περίπτωση αποτυχίας πραγματοποίησης της εξαγοράς.

Τέλος, οι D. Kyriazis & G. Diakogiannis (2008) στην μελέτη τους έλεγξαν μία πιο ισχυρή μεταβλητή από το ποσοστό έλεγχου όπως η εξαγορά θυγατρικής εταιρίας από την μητρική και προέβλεψαν την θετική συσχέτιση της μεταβλητής με τις μη κανονικές αποδόσεις των αγοραστών εταιριών και την αρνητική συσχέτιση με τις αντίστοιχες μη κανονικές αποδόσεις των στόχων.

4. Το Σχετικό Μέγεθος των Εταιριών

Με βάση την υπόθεση του Asquith et al. (1983) όσο μεγαλύτερο είναι το σχετικό μέγεθος του στόχου προς τον αγοραστή τόσο μεγαλύτερες θα είναι οι αποδόσεις της αγοράστριας εταιρίας. Η παραπάνω υπόθεση εξηγείται από τα μεγαλύτερα συνεργικά οφέλη που θα προκύψουν από την εξαγορά. Στο ίδιο συμπέρασμα κατέληξαν και οι Jarrell & Poulsen (1989) αλλά και οι Draper & Paudyal (2006) εξετάζοντας όμως μόνο τις αποδόσεις των αγοραστών ιδιωτικών εταιριών.

Ομοίως, οι Loderer & Martin (1990) έλεγξαν τις μη κανονικές αποδόσεις των αγοραστών χρησιμοποιώντας διαστρωματικά μοντέλα και έδειξαν πως τα κέρδη των αγοραστών είναι πολύ μεγαλύτερα όταν η αξία της προσφοράς εξαγοράς ξεπερνάει το 30% των ιδίων κεφαλαίων της εταιρίας.

Αντίθετα, ο Limmack (1990) δεν βρήκε κάποια σημαντική σχέση ανάμεσα στις αποδόσεις των αγοραστών και το σχετικό μέγεθος του στόχου προς τον αγοραστή ενώ οι Holl & Kyriazis (1997) βρήκαν θετική συσχέτιση ανάμεσα στις αποδόσεις των στόχων και του σχετικού μεγέθους του αγοραστή προς τον στόχο. Οι Holl & Kyriazis (1997) αιτιολόγησαν την

θετική συσχέτιση στηριζόμενοι στα μεγαλύτερα premia που πληρώνουν (πιθανόν για λόγους prestige) οι μεγάλες αγοράστριες εταιρίες εφόσον έχουν περισσότερες δυνατότητες. Τα μεγαλύτερα premia σε συνδυασμό με το μεγαλύτερο κόστος αντιπροσώπευσης των αγοραστών και τα μικρότερα κόστη ενσωμάτωσης των στόχων με μικρό μέγεθος την περίοδο μετά την εξαγορά εξηγούν την επίδραση του σχετικού μεγέθους στις αποδόσεις των στόχων.

5. Δομή Μετοχικής Ιδιοκτησίας

Η εταιρική διακυβέρνηση έχει καθοριστική σημασία στην επιτυχία των συγχωνεύσεων και των εξαγορών. Η διοίκηση της εταιρίας (διευθυντές και στελέχη) εξυπηρετεί με τον καλύτερο δυνατό τρόπο τα συμφέροντα των επενδυτών και διαπραγματεύεται τους όρους της εξαγοράς. Γενικά ισχύει πως η ύπαρξη ενός κύριου μετόχου έχει θετική επίδραση στην αξία της εταιρίας. Οι κύριοι μέτοχοι σε αντίθεση με τους μικρούς μετόχους έχουν ευκολότερη πρόσβαση σε πληροφορίες και μεγαλύτερη δυνατότητα ελέγχου των στελεχών μειώνοντας έτσι το κόστος αντιπροσώπευσης (Shleifer & Vishny, 1997).

Το κόστος αντιπροσώπευσης σύμφωνα με τους Jensen & Meckling (1976) αναφέρεται στην διάσταση συμφερόντων ανάμεσα στους διοικούντες της εταιρίας και στους μετόχους. Μία άλλη διάσταση του κόστους αντιπροσώπευσης όπως δόθηκε από τους La Porta et al. (1999); Claessens et al. (2000); Faccio & Lang (2002) και Dyck & Zingales (2004) προκύπτει από τον κίνδυνο μεταφοράς πλούτου στους κύριους μετόχους της εταιρίας εις βάρος της μειοψηφίας των μικρών μετόχων. Άλλοι μελετητές υποστηρίζουν πως στις εταιρίες με μεγάλη συγκέντρωση ιδιοκτησίας οι κύριοι μέτοχοι είναι πιθανό να παίρνουν λιγότερο άριστες επενδυτικές αποφάσεις είτε λόγω της έλλειψης διαφοροποίησης εφόσον το μεγαλύτερο ποσοστό του πλούτου τους είναι σε μία μόνο εταιρία (Zhang, 1998) είτε γιατί στελεχώνουν με λιγότερο αξιόπιστο εργατικό δυναμικό σημαντικές θέσεις λήψεων αποφάσεων (Morck & Yeung, 2004).

Σύμφωνα με τους Ben-Amar & Andre (2005) η αρνητική επίδραση της οικογενειακής δομής στην αξία της εταιρίας γίνεται ακόμα μεγαλύτερη όταν τα μέλη της οικογένειας τοποθετούνται σε διοικητικές θέσεις με την προϋπόθεση ότι δεν έχουν την απαραίτητα κατάρτιση, εμπειρία ή ικανότητα διοίκησης. Το κόστος ευκαιρίας που προκύπτει από την επιλογή μη άριστων επενδύσεων επιμερίζεται σε όλους του μετόχους ενώ τα ιδιωτικά οφέλη αφορούν αποκλειστικά την οικογένεια (Peres-Gonzalez, 2001).

Οι επιχειρήσεις με οικογενειακή δομή παρουσιάζουν ξεχωριστό ενδιαφέρον και όπως αναφέρουν στην μελέτη τους οι Basu et al. (2007) έχουν κάποια κοινά χαρακτηριστικά:

1. Το μεγαλύτερο ποσοστό ιδιοκτησίας συνήθως συγκεντρώνεται σε ένα μόνο φυσικό πρόσωπο
2. Τα μέλη της οικογένειας έχουν ενεργό συμμετοχή στην διοίκηση και την εταιρική διακυβέρνηση και
3. Οι εταιρίες με οικογενειακή δομή είναι πολύ πιθανό να ακολουθούν μακροπρόθεσμο επενδυτικό ορίζοντα εφόσον η ιδιοκτησία της εταιρίας περνάει από την μία γενιά στην άλλη.

Οι Basu et al. (2007) έδειξαν πως η οικογενειακή ιδιοκτησία είναι ένας σημαντικός παράγοντας που διαμορφώνει τις αποδόσεις τόσο των αγοραστών όσο και των στόχων. Για εξαγορές με μετρητά βρέθηκε μία αρνητική (θετική) συσχέτιση της ιδιοκτησίας με τις μη κανονικές αποδόσεις των αγοραστών την περίοδο ανακοίνωσης της εξαγοράς για εταιρίες με χαμηλή (ισχυρή) οικογενειακή ιδιοκτησία ενώ για τις εξαγορές με ανταλλαγή μετοχών έδειξαν πως η μείωση του ποσοστού οικογενειακού μεριδίου οδηγεί σε μεγαλύτερες (μικρότερες) μη κανονικές αποδόσεις όταν η ιδιοκτησία πριν την εξαγορά είναι χαμηλή (υψηλή).

6. Χρηματοοικονομική Θέση

Η χρηματοοικονομική κατάσταση των εταιριών τόσο των αγοραστών όσο και των στόχων έχει γίνει αντικείμενο μελέτης σε πολλές εμπειρικές έρευνες. Τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά των εταιριών όπως διαμορφώνονται από λογιστικά μεγέθη και χρηματοοικονομικούς δείκτες επηρεάζουν την μελλοντική κερδοφορία των εταιριών, την επιτυχία της εξαγοράς, την μέθοδο πληρωμής αλλά και τους όρους της συναλλαγής (premium).

Όσο αφορά τις εταιρίες στόχους, οι Pastena & Ruland (1986) αναφέρουν πως οι εξαγοραζόμενες εταιρίες βρίσκονται συνήθως σε άσχημη χρηματοοικονομική κατάσταση (σχεδόν χρεοκοπία) τα τελευταία χρόνια πριν την εξαγορά. Για το λόγο αυτό, τα περισσότερα μοντέλα πρόβλεψης εστιάζουν σε μέτρα αξιολόγησης της κερδοφορίας και κεφαλαιακής διάρθρωσης. Βέβαια, στην βιβλιογραφία ελάχιστες μελέτες επιβεβαιώνουν την παραπάνω υπόθεση. Για παράδειγμα, οι Higson & Elliott (1993) δεν βρήκαν κάποια σημαντική σχέση ανάμεσα χαμηλή λειτουργική απόδοση των εταιριών και την πιθανότητα να αποτελέσουν στόχοι εξαγοράς. Αντίθετα, οι Higson & Elliott (1993) έδειξαν πως το μέγεθος της εταιρίας είναι ένας από τους πιο καθοριστικούς παράγοντες που κάνουν ελκυστική μία εταιρία στους αγοραστής.

Οι στόχοι σύμφωνα με τον Paleru (1986) συνήθως χαρακτηρίζονται από τη διάσταση ανάπτυξης και πόρων. Εταιρίες με σημαντικές προοπτικές ανάπτυξης (ποσοστό ανάπτυξης των πωλήσεων) που δεν έχουν τους πόρους και την δυνατότητα να στηρίξουν την ανάπτυξη αυτή είναι πιθανοί στόχοι εξαγοράς. Ο Paleru (1986) εξέτασε την ανάπτυξη της εταιρίας ως το ποσοστό ανάπτυξης των πωλήσεων και την διαθεσιμότητα των χρηματοοικονομικών και άλλων πόρων με την βοήθεια

χρηματοοικονομικών δεικτών ρευστότητας και χρεοκοπίας. Ενώ για τους δείκτες ρευστότητας δεν υπήρξε ισχυρή σχέση, για τους δείκτες χρεοκοπίας βρέθηκαν σημαντικές διαφορές ανάμεσα σε εξαγοραζόμενες και μη εξαγοραζόμενες εταιρίες δείχνοντας έτσι την ικανότητα των δεικτών χρεοκοπίας να προβλέπουν τους πιθανούς στόχους εξαγοράς.

Αντιφατικά είναι τα συμπεράσματα, για τους δείκτες κερδοφορίας των στόχων καθώς κάποιες μελέτες αναφέρουν πως οι εξαγοραζόμενες εταιρίες είναι κατά μέσο όρο λιγότερο κερδοφόρες από τους αγοραστές ενώ κάποιες άλλες μελέτες υποστηρίζουν πως οι στόχοι είναι συνήθως εταιρίες με πολύ μεγάλη κερδοφορία. Η αντιφατικότητα των απόψεων φαίνεται να οφείλεται στο μέγεθος των υπό εξέταση εταιριών (Higson & Elliot, 1994; Cosh & Hughes, 1994; Camerlynck, 2005).

Οι Gupta & Misra εξέτασαν περιπτώσεις εξαγορών για τις εμπορικές τράπεζες των Η.Π.Α και έδειξαν πως ενώ δεν υπήρχαν σημαντικές διαφορές στους δείκτες ROA (Return on Equity) και Interest Margin για εισηγμένους και ιδιωτικούς στόχους οι δείκτες ROE (Return on Equity) και Deposit-to-Assets ήταν πολύ μεγαλύτεροι για τις εισηγμένες εταιρίες. Οι ιδιωτικοί στόχοι του δείγματος είχαν καλύτερες δυνατότητες ρευστότητας και κεφαλαιακής διάρθρωσης εφόσον οι δείκτες (Cash + Reserves) / Total Assets και Equity-to-Assets ήταν μεγαλύτεροι από τους αντίστοιχους δείκτες των εισηγμένων τραπεζών.

Για τις αγοράστριες εταιρίες οι Jing & Wolfswinkel (2007) αναφέρουν πως εταιρίες με υψηλό δανεισμό είναι πιθανότερο να έχουν μικρότερες αποδόσεις. Την ίδια άποψη υποστήριξαν και οι Dumontier et al. (2002) οι οποίοι αναφέρουν πως εταιρίες με μεγάλες δυνατότητες δανεισμού, με υψηλό δείκτη market-to book (glamour firms) των οποίων οι δραστηριότητες είναι παρόμοιες με των στόχων έχουν συνήθως μεγαλύτερες αποδόσεις.

Σύμφωνα με τους Gupta & Misra σημαντικό κριτήριο των αποδόσεων των αγοραστών αποτελεί η διάκριση ανάλογα με το καθεστώς (εισηγμένη – μη εισηγμένη εταιρία) των στόχων. Πιο συγκεκριμένα, ανέφεραν πως οι αγοραστές εισηγμένων και ιδιωτικών στόχων έχουν σημαντικά μεγαλύτερους δείκτες ROA και ROE από τους αντίστοιχους δείκτες των στόχων. Η διαφορά μεταξύ των μέσων τιμών των δεικτών ROA και ROE των αγοραστών εισηγμένων στόχων έναντι των αγοραστών μη εισηγμένων βρέθηκε μη στατιστικά σημαντική ενώ οι αγοραστές ιδιωτικών εταιριών είχαν σημαντικά μεγαλύτερο interest margin από τους αγοραστές εισηγμένων στόχων. Ο δείκτης deposit-to-assets είχε σημαντικά χαμηλότερες τιμές για όλους τους αγοραστές από τις αντίστοιχες τιμές των στόχων.

Μέθοδοι Ανάλυσης της Αξίας μίας Εξαγοράς

Η ικανότητα που μας παρέχεται να ελέγξουμε εμπειρικά την δημιουργία και την κατατομή του πλούτου που δημιουργείται από μία εξαγορά εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την επιλογή της μεθόδου ανάλυσης και την εμπιστοσύνη στα σημεία αναφοράς από τα οποία προκύπτουν τα συμπεράσματα της μελέτης. Στην βιβλιογραφία έχουν αναφερθεί τέσσερις μέθοδοι ανάλυσης της κερδοφορίας των εξαγορών. Στη συνέχεια, κρίθηκε σκόπιμο να γίνει συνοπτική αναφορά σε κάθε μέθοδο.

1. Event Study

Με την Event Study Μεθοδολογία υπολογίζονται οι μη κανονικές μετοχικές αποδόσεις των επενδυτών για μία περίοδο γύρω από την ανακοίνωση της εξαγοράς. Η ημερήσια μετοχική απόδοση υπολογίζεται ως ο λόγος της τιμής κλεισίματος της μετοχής συν το πληρωτέο μέρισμα (εάν υπάρχει) προς την τιμή κλεισίματος της μετοχής της προηγούμενης ημέρας. Στην συνέχεια, η ημερήσια μετοχική απόδοση συγκρίνεται με την απαιτούμενη απόδοση των μετόχων η οποία υπολογίζεται με βάση ένα μοντέλο παραγωγής αποδόσεων και ένα δείκτη αναφοράς. Η μεθοδολογία στηρίζεται στην υπόθεση πως οι τιμές των μετοχών αντανακλούν την παρούσα αξία των αναμενόμενων μελλοντικών ταμειακών ροών προς τους επενδυτές. Από το 1970 η μεθοδολογία έχει καθιερωθεί στον τομέα ανάλυσης των εξαγορών ως μία από τις πιο αξιόπιστες και ευρέως διαδεδομένες μεθόδους.

2. Accounting Study

Οι λογιστικές μέθοδοι εξετάζουν τα χρηματοοικονομικά αποτελέσματα και τα λογιστικά μεγέθη των αγοραστριών εταιριών και των στόχων πριν και μετά την εξαγορά. Από τη σύγκριση των χρηματοοικονομικών αριθμοδεικτών πριν και μετά την εξαγορά μελετάται η δημιουργία λογιστικής αξίας στις εταιρίες. Οι μελέτες που χρησιμοποίησαν αυτή την μεθοδολογία συνήθως επικεντρώνουν τον ενδιαφέρον τους σε δείκτες όπως το καθαρό εισόδημα, η απόδοση ιδίων κεφαλαίων, η απόδοση των στοιχείων του ενεργητικού, τα κέρδη ανά μετοχή, δείκτες δανεισμού και ρευστότητας. Επίσης, πολλές μελέτες προχωρούν την ανάλυσή τους με σύγκριση των εταιριών που πραγματοποίησαν εξαγορές με ανταγωνίστριες εταιρίες ίδιου μεγέθους και ίδιας δραστηριότητας εργασιών που δεν πραγματοποίησαν εξαγορές.

3. Surveys of Executives

Η μέθοδος αυτή περιλαμβάνει την συλλογή στοιχείων από ερωτηματολόγια που αποστέλλονται στα στελέχη των εταιριών. Η ανάλυση των στοιχείων

εξαρτάται σε μεγάλο βαθμό από την ποιότητα των ερωτηματολογίων και από την επιλογή και το εύρος του δείγματος.

4. Clinical Studies

Οι μελέτες που χρησιμοποιούν αυτή την μεθοδολογία εστιάζουν σε μία μόνο συναλλαγή ή σε ένα μικρό δείγμα εξαγορών αλλά σε πολύ μεγάλο βάθος. Συλλέγουν πληροφορίες σχετικά με τις λεπτομέρειες της συναλλαγής και το παρελθόν διαπραγμάτευσης των εταιριών πριν την εξαγορά και πραγματοποιούν συνεντεύξεις από τα στελέχη των δύο εταιριών αλλά και από έμπειρους αναλυτές ως εξωτερικοί παρατηρητές. Με την μέθοδο αυτή συνήθως δίνεται φως σε άγνωστες πτυχές μίας εξαγοράς.

Στην παρούσα μελέτη πραγματοποιήθηκε ένας συνδυασμός των δύο πρώτων μεθόδων. Αρχικά, υπολογίστηκαν με την εφαρμογή της Event Study Μεθοδολογίας, οι αθροιστικές μη κανονικές μετοχικές αποδόσεις (CARs) των αγοραστών και των στόχων και στη συνέχεια, ελέγχτηκε εάν οι χρηματοοικονομικοί αριθμοδείκτες των εταιριών πριν την εξαγορά έχουν την δυνατότητα να προσδιορίζουν της μελλοντικές αποδόσεις (CARs) των εταιριών.

ΥΠΟΘΕΣΕΙΣ

Με βάση τα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της χώρας μας, το νομοθετικό πλαίσιο και την ιδιαιτερότητα των Ελληνικών επιχειρήσεων για τους σκοπούς της παρούσας μελέτης μπορούμε να εκφράσουμε τις ακόλουθες υποθέσεις:

1. Οι αγοράστριες εταιρίες που αποκτούν τον έλεγχο ιδιωτικών στόχων αναμένεται να έχουν μικρότερες αποδόσεις από τις αντίστοιχες αποδόσεις των αγοραστριών εταιριών εισηγμένων στόχων λόγω του μικρότερου κόστους αντιπροσώπευσης και της μεγαλύτερης διαπραγματευτικής δύναμης των μη εισηγμένων ελληνικών εταιριών. Αναμένεται, λοιπόν, η θετική σχέση της μεταβλητής LU με τις αποδόσεις (CARs) των αγοραστριών εταιριών.
2. Στηριζόμενοι στην υπόθεση της ασύμμετρης πληροφόρησης υποθέτουμε πως οι αγοραστές που χρησιμοποιούν μετοχές ως τρόπο πληρωμής είναι πιθανόν να έχουν μικρότερες αποδόσεις από τους αγοραστές που χρησιμοποιούν μετρητά. Αναμένεται η θετική σχέση της μεταβλητής CS με τις αποδόσεις (CARs) των αγοραστριών εταιριών.
3. Υποθέτουμε πως οι αγοράστριες εταιρίες θα έχουν μεγαλύτερες αποδόσεις όταν εξαγοράζουν μία θυγατρική τους εταιρία από τις αντίστοιχες αποδόσεις των αγοραστών που δεν έχουν ποσοστό ελέγχου στην εταιρία στόχο πριν την εξαγορά καθώς προσφέρονται μικρότερα premium και αυξάνεται η πιθανότητα πραγματοποίησης της εξαγοράς. Για τις θυγατρικές εταιρίες στόχους της εξαγοράς αναμένεται η αρνητική σχέση της μεταβλητής SUB με τις αποδόσεις των στόχων (CARs).
4. Αναμένεται η θετική συσχέτιση των αποδόσεων των αγοραστών με το σχετικό μέγεθος του αγοραστή προς τον στόχο. Η θετική συσχέτιση αιτιολογείται από τα μεγαλύτερα premia, το μεγαλύτερο κόστος αντιπροσώπευσης των αγοραστών και τα μικρότερα κόστη ενσωμάτωσης των στόχων με μικρό μέγεθος την περίοδο μετά την εξαγορά. Δεδομένου ότι οι εισηγμένες εταιρίες έχουν μεγαλύτερο μέγεθος από τις ιδιωτικές εταιρίες στόχους, υποθέτουμε την ανωτερότητα των αποδόσεων των αγοραστών εισηγμένων στόχων.
5. Όταν οι αγοράστριες εταιρίες και εταιρίες στόχοι έχουν οικογενειακή δομή υποθέτουμε πως θα έχουν και μεγαλύτερες αποδόσεις εφόσον η οικογενειακή δομή στην μετοχική ιδιοκτησία οδηγεί σε μικρότερα κόστη αντιπροσώπευσης αφού συνήθως ο κύριος μέτοχος είναι και ο

ιδιοκτήτης της εταιρίας. Για το δικό μας δείγμα περιπτώσεων εξαγορών η πλειοψηφία των εταιριών έχει μεγάλη συγκέντρωση μετοχικής ιδιοκτησίας. Αναμένουμε, λοιπόν, την θετική σχέση της μεταβλητής OWNERSHIP με τις αποδόσεις (CARs) των εταιριών.

6. Οι αγοράστριες εταιρίες λόγω μεγαλύτερου μεγέθους έχουν καλύτερες δυνατότητες ανάπτυξης για αυτό και αναμένεται οι δείκτες κερδοφορίας πριν την εξαγορά των αγοραστών να είναι μεγαλύτεροι από τους αντίστοιχους δείκτες των στόχων.
7. Στην συνέχεια, μπορούμε να εκφράσουμε την υπόθεση πως οι εταιρίες που εξαγοράζουν εισηγμένους στόχους αναμένεται να έχουν καλύτερη κερδοφορία και καλύτερη ρευστότητα από τους αγοραστές ιδιωτικών εταιριών. Η αιτιολόγηση της υπόθεσης αναφέρεται στο μεγαλύτερο μέγεθος των εισηγμένων εταιριών στόχων και στις μεγαλύτερες προοπτικές ανάπτυξης.
8. Τέλος, για τους αγοραστές με υψηλό δανεισμό πριν την εξαγορά δεν μπορούμε να εκφράσουμε υποθέσεις εφόσον ο δανεισμός συνεπάγεται με μεγαλύτερη κερδοφορία αλλά και με μεγάλη επιβάρυνση για τις εταιρίες.

ΔΕΙΓΜΑ

Σκοπός της παρούσας μελέτης είναι η εξέταση των μη κανονικών μετοχικών αποδόσεων των αγοραστριών εταιριών εισηγμένων επιχειρήσεων έναντι των αντίστοιχων αποδόσεων που αφορούν στην εξαγορά μη εισηγμένων επιχειρήσεων στην Ελληνική αγορά.

Η μελέτη αυτή στηρίχτηκε σε προηγούμενη έρευνα των D. Kyriazis & G. Diakogiannis (2008) «The Determinants of Wealth Gains in Greek Takeover Bids». Χρησιμοποιήθηκαν για το ίδιο δείγμα εταιριών τα αποτελέσματα που προέκυψαν με την εφαρμογή της event study μεθοδολογίας για τον υπολογισμό των CARs.

Το τελικό δείγμα περιλαμβάνει 100 πράξεις εξαγορών για την περίοδο 1993 έως 2006. Πιο αναλυτικά, οι υπό εξέταση περιπτώσεις αφορούν 46 εξαγορές εισηγμένων εταιριών στόχων και 54 εξαγορές ιδιωτικών επιχειρήσεων. Από ένα σύνολο 700 περιπτώσεων επιλέχτηκε το τελικό δείγμα με βάση τα ακόλουθα κριτήρια:

1. Επιλέχτηκαν μόνο οι αγοράστριες εταιρίες που είναι εισηγμένες στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών και οι υπό εξέταση εξαγορές αφορούν μόνο εθνικές συναλλαγές.
2. Όσο αφορά τον τρόπο πληρωμής των εξαγορών προτιμήθηκε η ανταλλαγή μετοχών και η πληρωμή μετρητών αλλά δεν συμπεριλήφθηκαν περιπτώσεις εξαγοράς με τον συνδυασμό των δύο προηγούμενων τρόπων.
3. Επιλέχτηκαν μόνο ολοκληρωμένες συναλλαγές με την αγοράστρια εταιρία να αποκτά τον πλήρη έλεγχο της εξαγοραζόμενης δηλαδή ποσοστό ελέγχου πάνω από 50%.
4. Περιπτώσεις διαδοχικών ολοκληρωμένων εξαγορών σε περίοδο μέχρι και ενός έτους παραλείφθηκαν ώστε να έχουμε μία πιο καθαρή εκτίμηση της περιόδου υπολογισμού των μη κανονικών μετοχικών αποδόσεων.

Τα δεδομένα της μελέτης αφορούν ημερήσιες τιμές των μετοχών και του Χρηματιστηριακού δείκτη DataStream Total Greek Market Index (Πηγή DataStream) για τον υπολογισμό των μη κανονικών μετοχικών αποδόσεων με την χρήση του υποδείγματος Market Index Model, πληροφορίες σχετικές με την μετοχική σύνθεση των εταιριών από την βάση δεδομένων Thomson One Banker Deals database (αλλιώς Platinum SDC) και την συλλογή ετήσιων λογιστικών καταστάσεων (ισολογισμός και κατάσταση αποτελεσμάτων χρήσεως) για την κατασκευή χρηματοοικονομικών δεικτών (πηγή Effect Finance).

Η ανάλυση των δεδομένων πραγματοποιήθηκε με την χρήση του οικονομετρικού προγράμματος Econometric Views. Επίσης, στο πρόγραμμα Econometric Views πραγματοποιήθηκε η ανάλυση συσχέτισης των

μεταβλητών (Correlation Analysis) και ο έλεγχος ετεροσκεδαστικότητας των καταλοίπων (Correlogram Squared Residuals- White Test).

Σχετικά με την δομή της μετοχικής σύνθεσης οι εταιρίες του δείγματος χαρακτηρίστηκαν ως οικογενειακές (ή μη οικογενειακές) εάν ένα φυσικό πρόσωπο ή τα μέλη μίας οικογένειας ήταν κάτοχοι ποσοστού ιδιοκτησίας μεγαλύτερου (ή μικρότερου) από το 5%.

Οι αριθμοδείκτες που επιλέχτηκαν ανήκουν στις παρακάτω κατηγορίες:

- Αριθμοδείκτες Κερδοφορίας

$$\text{Net Income Margin} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη προς Διανομή}}{\text{Πωλήσεις}}$$

$$\text{EBT Margin} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη πριν από Φόρους}}{\text{Πωλήσεις}}$$

$$\text{Return On Equity} = \frac{\text{Καθαρά Κέρδη προς Διανομή}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}$$

- Αριθμοδείκτες Ρευστότητας

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Σύνολο Κυκλοφορούντος Ενεργητικού}}{\text{Σύνολο Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων}}$$

$$\text{Quick Ratio} = \frac{(\text{Σύνολο Κυκλοφορούντος Ενεργητικού} - \text{Αποθέματα})}{\text{Σύνολο Βραχυπρόθεσμων Υποχρεώσεων}}$$

- Αριθμοδείκτες Κεφαλαιακής Διάρθρωσης

$$\text{Gearing Ratio} = \frac{\text{Σύνολο Υποχρεώσεων}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}$$

$$\text{D / E Ratio} = \frac{\text{Σύνολο Μακροπρόθεσμων Υποχρεώσεων}}{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}$$

- Αριθμοδείκτες Επενδύσεων

$$\text{PE} = \frac{\text{Τρέχουσα Κεφαλαιοποίηση}}{\text{Καθαρά Κέρδη προς Διανομή}}$$

$$M/B = \frac{\text{Τρέχουσα Χρηματιστηριακή Τιμή Μετοχής}}{\text{Ονομαστική Τιμή Μετοχής}}$$

Η κατηγοριοποίηση των αριθμοδεικτών γίνεται με στόχο την ουσιαστική χρηματοοικονομική ανάλυση των λογιστικών καταστάσεων. Οι συγκεκριμένοι δείκτες που επιλέχθηκαν αλληλοσυμπληρώνονται και μαζί συνθέτουν την οικονομική και λειτουργική εικόνα των εξεταζόμενων εταιριών.

Οι αριθμοδείκτες Κερδοφορίας, Ρευστότητας και Κεφαλαιακής Διάρθρωσης υπολογίστηκαν με βάση τις ετήσιες λογιστικές καταστάσεις για κάθε εταιρία της προηγούμενης λογιστικής χρήσης πριν από την ανακοίνωση (announcement date) της εξαγοράς (-1). Εναλλακτικά, εκτιμήθηκε η μέση τιμή των αριθμοδεικτών των τελευταίων τριών λογιστικών χρήσεων (-3) ώστε να προσεγγίσουμε καλύτερα την χρηματοοικονομική κατάσταση των εταιριών με μία πιο αντιπροσωπευτική 'μέση' τιμή πριν την επίδραση ανακοίνωσης της εξαγοράς.

Για τους αριθμοδείκτες Επενδύσεων (PE και M/B) χρησιμοποιήθηκαν οι ετήσιες λογιστικές καταστάσεις των εταιριών της προηγούμενης λογιστικής χρήσης και οι μηνιαίες τιμές των μετοχών και της κεφαλαιοποίησης δύο μήνες πριν την ημερομηνία ανακοίνωσης της εξαγοράς στο τέλος του δεύτερου μήνα.

Στο σημείο αυτό πρέπει να τονίσουμε πως λόγω της ιδιαιτερότητας των ισολογισμών των τραπεζών, των ασφαλιστικών οργανισμών και των εταιριών επενδύσεων χαρτοφυλακίου χρησιμοποιήθηκαν για τους σκοπούς της εργασίας διαφορετικοί δείκτες ρευστότητας και μακροπρόθεσμου δανεισμού. Η δυσκολία διαχώρισης των υποχρεώσεων σε βραχυπρόθεσμες και μακροπρόθεσμες και του ενεργητικού σε κυκλοφορούν και μακροπρόθεσμων απαιτήσεων μας οδήγησε στην επιλογή εναλλακτικών αριθμοδεικτών έτσι ώστε να έχουμε συγκρίσιμα αποτελέσματα με τις υπόλοιπες εταιρίες αλλά και να γίνονται εύκολα αντιληπτές οι δυνατότητες ρευστότητας και μακροπρόθεσμου δανεισμού των εταιριών.

- Για όλες τις παραπάνω κατηγορίες εταιριών ως D / E Ratio επιλέχτηκε το ακόλουθο Solvency ratio:

$$\text{Solvency Ratio} = \frac{\text{Σύνολο Ιδίων Κεφαλαίων}}{\text{Γενικό Σύνολο Ενεργητικού}}$$

- Πιο συγκεκριμένα, για τις τράπεζες επιλέχτηκαν οι παρακάτω δείκτες ρευστότητας:

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Σύνολο Χορηγήσεων}}{\text{Σύνολο Καταθέσεων}}$$

$$\text{Quick Ratio} = \frac{(\text{Ταμείο} + \text{Διαθέσιμα} + \text{Χρεόγραφα})}{\text{Σύνολο Καταθέσεων}}$$

- Τέλος, για τις ασφαλιστικές εταιρίες και τις εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου επιλέχθηκαν οι ακόλουθοι δείκτες ρευστότητας:

$$\text{Current Ratio} = \frac{\text{Σύνολο Απαιτήσεων}}{\text{Σύνολο Υποχρεώσεων}}$$

$$\text{Quick Ratio} = \frac{(\text{Σύνολο Απαιτήσεων} + \text{Διαθέσιμα})}{\text{Σύνολο Υποχρεώσεων}}$$

Ειδικά για τους δείκτες M/B, τον δείκτη κερδοφορίας ROE και τον δείκτη μακροπρόθεσμου δανεισμού D/E Ratio, δεν βρέθηκαν διαθέσιμα στοιχεία για όλες τις υπό εξέταση περιπτώσεις εξαγορών στην βάση δεδομένων DataStream για αυτό και τελικά αφαιρέθηκαν από το τελικό δείγμα.

Το δείγμα εξετάστηκε σε δύο ομάδες. Στην πρώτη ομάδα εξετάστηκαν οι μη κανονικές αποδόσεις των εξαγοραζόμενων εισηγμένων εταιριών και των αγοραστών εισηγμένων και ιδιωτικών στόχων για όλες τις περιπτώσεις εξαγορών του δείγματος (ΓΕΝΙΚΟ) ενώ στην δεύτερη ομάδα αφαιρέθηκαν από το δείγμα οι τραπεζικοί οργανισμοί, οι ασφαλιστικές εταιρίες και οι εταιρίες επενδύσεων χαρτοφυλακίου (ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΟ).

Τέλος, σε κάθε ομάδα αφαιρέθηκαν οι εταιρίες που είχαν ακραίες τιμές χρηματοοικονομικών δεικτών (πολύ υψηλές ή πολύ χαμηλές συγκριτικά με την μέση τιμή). Με την αφαίρεση των ακραίων τιμών προσπαθήσαμε να πετύχουμε πιο ομαλές κατανομές και καλύτερης ποιότητας αποτελέσματα στην ανάλυση μας.

Η πρώτη ομάδα με δεδομένα της τελευταίας λογιστικής χρήσης (-1) περιλαμβάνει 83 αγοράστριες εταιρίες και 33 εισηγμένες εταιρίες στόχους. Η δεύτερη ομάδα περιλαμβάνει ένα πιο περιορισμένο πλήθος εξεταζόμενων εξαγορών. Πιο συγκεκριμένα, έχουμε 64 αγοράστριες εταιρίες και 24 εταιρίες στόχους.

Από τις ομάδες που εξετάστηκαν (ΠΙΝΑΚΑΣ 1) επιλέχτηκε το περιορισμένο δείγμα με δεδομένα της τελευταίας λογιστικής χρήσης (ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΟ (-1)). Εξετάστηκε κάθε ομάδα ξεχωριστά και από τα αποτελέσματα που προέκυψαν διαπιστώθηκε πως το δείγμα εταιριών στο οποίο εξαιρέθηκε ο χρηματοοικονομικός τομέας δίνει πιο σταθερά αποτελέσματα για αυτό και δόθηκε περισσότερη έμφαση στην ομάδα αυτή. Η ανάλυση των υπόλοιπων ομάδων (ΓΕΝΙΚΟ (-1), ΓΕΝΙΚΟ (-3) και ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΟ (-3)) παρατίθεται στο παράρτημα.

ΠΙΝΑΚΑΣ 1

ΔΕΙΓΜΑ	ΔΕΔΟΜΕΝΑ	ΚΑΤΗΓΟΡΙΕΣ	ΠΑΡΑΤΗΡΗΣΕΙΣ
ΓΕΝΙΚΟ ΔΕΙΓΜΑ	(-1)	ΑΓΟΡΑΣΤΕΣ ΙΔΙΩΤΙΚΩΝ ΣΤΟΧΩΝ	44
		ΑΓΟΡΑΣΤΕΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟΧΩΝ	39
	ΟΛΟΙ ΟΙ ΑΓΟΡΑΣΤΕΣ	83	
	ΕΙΣΗΓΜΕΝΟΙ ΣΤΟΧΟΙ	33	
ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ	(-1)	ΑΓΟΡΑΣΤΕΣ ΙΔΙΩΤΙΚΩΝ ΣΤΟΧΩΝ	41
		ΑΓΟΡΑΣΤΕΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟΧΩΝ	24
	ΟΛΟΙ ΟΙ ΑΓΟΡΑΣΤΕΣ	64	
	ΕΙΣΗΓΜΕΝΟΙ ΣΤΟΧΟΙ	24	
ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ	(-3)	ΑΓΟΡΑΣΤΕΣ ΙΔΙΩΤΙΚΩΝ ΣΤΟΧΩΝ	40
		ΑΓΟΡΑΣΤΕΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟΧΩΝ	24
	ΟΛΟΙ ΟΙ ΑΓΟΡΑΣΤΕΣ	64	
	ΕΙΣΗΓΜΕΝΟΙ ΣΤΟΧΟΙ	24	

ΜΕΘΟΔΟΛΟΓΙΑ

Η μεθοδολογία που ακολουθήθηκε αποτελείται από δύο μέρη. Το πρώτο περιλαμβάνει την μονομεταβλητή ανάλυση των μη κανονικών μετοχικών αποδόσεων και στην συνέχεια τον υπολογισμό των μέσων αθροιστικών μη κανονικών αποδόσεων (CAARs) δίνοντας έμφαση στο status των εταιριών στόχων (εισηγμένη-ιδιωτική) και στον τρόπο χρηματοδότησης της εξαγοράς (μετρητά-μετοχές). Το δεύτερο μέρος περιλαμβάνει την πολυμεταβλητή ανάλυση στην προσπάθεια να επαληθεύσουμε τα αποτελέσματα του πρώτου μέρους αλλά και να προσθέσουμε επιπλέον μεταβλητές.

Για την ανάλυση των δεδομένων χρησιμοποιήθηκε η Event Study Μεθοδολογία για αυτό και κρίθηκε σκόπιμο να γίνει μία σύντομη αναφορά στους σκοπούς της, τις δυνατότητες και τις αδυναμίες της.

Event Study Methodology

Η Event Study Μεθοδολογία αναπτύχθηκε στον τομέα της Χρηματοοικονομικής την δεκαετία του 1970 και είναι ευρέως διαδεδομένη μέθοδος ανάλυσης στον τομέα των συγχωνεύσεων και εξαγορών παρά τους περιορισμούς και τις αδυναμίες εφαρμογής της. Είναι μία στατιστική μέθοδος έλεγχου της επίδρασης ενός γεγονότος στην αξία της εταιρίας. Η θεμελιώδη ιδέα της μεθοδολογίας στηρίζεται στην υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς και υποστηρίζει πως οι μεταβολές στις αποδόσεις των μετοχών έχουν την δυνατότητα να προβλέπουν την μελλοντική αξία των εταιρικών κερδών. Επομένως, αναλύοντας μέσω των μετοχικών αποδόσεων την αντίδραση της αγοράς στην ανακοίνωση συγκεκριμένων γεγονότων και την μεταβολή των ιδίων κεφαλαίων για την χρηματοδότηση του γεγονότος (π.χ. εξαγορά) τότε αναμένεται και αντίστοιχη μεταβολή των μελλοντικών κερδών της εταιρίας.

Για την εφαρμογή της μεθοδολογίας επιλέγεται ένα κατάλληλο μοντέλο παραγωγής αποδόσεων συνήθως χρησιμοποιείται το Sharpe και Lintner Market Model. Η επιλογή του μοντέλου έχει ιδιαίτερη σημασία καθώς τα αποτελέσματα της ανάλυσης είναι ευαίσθητα ως προς το μοντέλο που επιλέγεται και κυρίως σε μικρά 'event window'. Στη συνέχεια επιλέγεται η περίοδο εξέτασης 'length of event window' πριν και μετά την ανακοίνωση του γεγονότος. Εάν η περίοδος εξέτασης είναι μικρή τότε είναι πιθανό οι μη κανονικές αποδόσεις να μην αντανakλούν όλες τις πληροφορίες. Αντίθετα εάν το μέγεθος του 'event window' είναι μεγάλο ενδέχεται ο κίνδυνος να έχουν συμπεριληφθεί στην ανάλυση πληροφορίες μη σχετικές με το συγκεκριμένο γεγονός. Τέλος, υπολογίζονται οι αθροιστικές μέσες μη κανονικές αποδόσεις (CAARs) και ελέγχεται η στατιστική σημαντικότητά τους.

Παρόλο που η μεθοδολογία προσφέρει πολλά πλεονεκτήματα υπάρχουν και κάποιοι περιορισμοί στο μοντέλο οι οποίοι αναφέρονται συνοπτικά παρακάτω.

1. Η Event Study μεθοδολογία στηρίζεται στην υπόθεση της αποτελεσματικής αγοράς. Υπόθεση η οποία δεν βρίσκει εφαρμογή σε αρκετές περιπτώσεις. Ο χρόνος που χρειάζεται για να αφομοιώσει η χρηματιστηριακή αγορά 'event signals' όπως οι ανακοινώσεις εξαγορών ποικίλλει και η υπόθεση λοιπόν ότι η αγορά αντικατοπτρίζει πλήρως όλες τις διαθέσιμες πληροφορίες στη πραγματικότητα δεν επαληθεύεται. Αντίθετα, οι μη κανονικές μετοχικές αποδόσεις μερικές φορές χρειάζονται μεγάλα χρονικά διαστήματα για αφομοιώσουν ένα γεγονός εξαγοράς.
2. Η μεθοδολογία εκτιμά μόνο την βραχυπρόθεσμη επίδραση στις αποδόσεις των μετόχων αγνοώντας άλλους προσδιοριστικούς παράγοντες που πιθανόν να επηρεάζουν το γεγονός. Ακόμη και εάν παραβλέψουμε τις αδυναμίες της υπόθεσης της αποτελεσματικής αγοράς εμφανίζεται το πρόβλημα των ταυτόχρονων ανακοινώσεων γεγονότων από την ίδια εταιρία ή και διαφορετική καθώς οι ανακοινώσεις αυτές μπορεί να ενισχύουν ή να αποδυναμώνουν το υπό εξέταση γεγονός. Σε αυτή την περίπτωση η Event Study μεθοδολογία δεν έχει την δυνατότητα να διακρίνει τις επιδράσεις στις αποδόσεις των μετοχών από το μεμονωμένο γεγονός.
3. Τα αποτελέσματα της Event Study μεθοδολογίας εξαρτώνται από υποκειμενικούς παράγοντες όπως είναι η κρίση του αναλυτή. Για παράδειγμα η επιλογή του Χρηματιστηριακού Δείκτη ως το αγοραίο χαρτοφυλάκιο, το μέγεθος του 'event window' και το πλήθος των υπό εξέταση περιπτώσεων του δείγματος που αναλύεται επηρεάζουν σημαντικά τα αποτελέσματα της ανάλυσης.

Μονομεταβλητή Ανάλυση

Οι ημερήσιες μετοχικές αποδόσεις υπολογίζονται ως εξής:

$$R'_{jt} = \ln(R_{jt}) = \ln \left[\frac{(P_{jt} + \text{Div}_{jt})}{P_{j(t-1)}} \right]$$

Όπου:

R'_{jt} = οι μηνιαίες λογαριθμικές αποδόσεις των μετοχών $j = 1, 2, 3, \dots, N$ εταιρίες

P_{jt} = η τιμή της μετοχής j στο τέλος της ημέρας $t = 1, 2, 3, \dots, T$

$P_{j(t-1)}$ = η τιμή της μετοχής j στο τέλος της ημέρας $t-1$

Div_{jt} = το διανεμόμενο μέρισμα σε μετρητά (εάν η εταιρία πλήρωσε μέρισμα) της μετοχής j την ημέρα t

Ο υπολογισμός των κερδών των μετόχων για κάθε εταιρία πραγματοποιήθηκε στο πλαίσιο της event study μεθοδολογίας με τον υπολογισμό των μη κανονικών αποδόσεων ως την διαφορά των πραγματικών αποδόσεων από τις αναμενόμενες αποδόσεις:

$$AR_{jt} = R_{jt} - E(R_{jt})$$

Όπου:

AR_{jt} = η μη κανονική απόδοση της μετοχής j στον χρόνο t

R_{jt} = οι αποδόσεις των μετοχών j σε t χρονικά διαστήματα

$E(R_{jt})$ = οι αναμενόμενες αποδόσεις των μετοχών j σε t χρονικά διαστήματα

Για την παραγωγή των αναμενόμενων αποδόσεων χρησιμοποιήθηκε ως μοντέλο αναφοράς το λεγόμενο market index (or market adjusted return) με σημείο αναφοράς τον δείκτη DataStream Total Market Index. Οι αποδόσεις υπολογίζονται προσεγγιστικά με τις αποδόσεις του δείκτη θεωρώντας πως εάν οι εξαγορές δεν είχαν πραγματοποιηθεί στον χρόνο t τότε οι αποδόσεις των μετοχών j θα έπρεπε να είναι αντίστοιχες με τις αποδόσεις του δείκτη. Το μοντέλο αποτελεί μία απλή εκδοχή του Market Model:

$$E(R_{jt}) = a + b R_{mt} + \varepsilon_{jt}$$

Όπου:

$a = 0$ και $b = 1$ έτσι ώστε

$$E(R_{jt}) = R_{mt}$$

Το διάστημα εκτίμησης που εξετάστηκε (Length of Event Window) ήταν 30 ημερών πριν και μετά από τη ημέρα ανακοίνωσης της εξαγοράς (-30,+30).

Οι αθροιστικές μέσες μη κανονικές μετοχικές αποδόσεις (Cumulative Average Abnormal Returns, CAARs) υπολογίστηκαν ως εξής:

$$CAAR_t = \sum_{t=-n}^T AAR_t$$

Όπου:

$t = -n, \dots, +n$ ημέρες (η περίοδος του 'event window') και

$$AAR_t = \sum_{j=1}^N \frac{AR_{jt}}{N}$$

Όπου:

AR_{jt} = η μη κανονική απόδοση της μετοχής j στον χρόνο t

N = ο αριθμός των μετοχών

Στη συνέχεια εξετάζεται η στατιστική σημαντικότητα των AARs και των CAARs με την χρήση των t-statistics που πρότειναν οι Brown & Warner (1985).

$$t_{AAR} = \frac{AAR_t}{S(AAR_t)} \quad \text{και}$$

$$t_{CAAR} = \frac{CAAR_t}{\sqrt{T} \cdot S(AAR_t)}$$

Ανάλυση Συσχέτισης

Πριν προχωρήσουμε στην Πολυμεταβλητή Ανάλυση πραγματοποιήσαμε Ανάλυση Συσχέτισης των Μεταβλητών για κάθε ομάδα ξεχωριστά. Με τον υπολογισμό του συντελεστή συσχέτισης (Coefficient of Correlation) ως μέτρο ισχυρότητας της γραμμικής εξάρτησης δύο μεταβλητών μπορέσαμε να προσδιορίσουμε τον βαθμό κατά τον οποίο οι μεταβλητές που περιλαμβάνονται στην εξίσωση παλινδρόμησης "μεταβάλλονται μαζί".

Στην περίπτωση που ο συντελεστής συσχέτισης δύο μεταβλητών ήταν μεγαλύτερος (σε απόλυτη τιμή) από 0,5 τότε δεν συμπεριλάβαμε μία από τις δύο μεταβλητές στην εξίσωση.

Από την ανάλυση συσχέτισης διαπιστώσαμε πως οι μεταβλητές μας είχαν μεγάλη γραμμική εξάρτηση μεταξύ τους. Η διαπίστωση αυτή είναι λογική καθώς οι μεταβλητές μας είναι χρηματοοικονομικοί δείκτες που ανήκουν σε τέσσερις κατηγορίες (κερδοφορίας, ρευστότητας, κεφαλαιακής διάρθρωσης και επενδύσεων). Οι δείκτες κάθε κατηγορίας είναι λογικό να έχουν υψηλή συσχέτιση μεταξύ τους.

Πολυμεταβλητή Ανάλυση

Για να εξετάσουμε τους παράγοντες που επηρεάζουν τις αποδόσεις των στόχων και των αγοραστριών εταιριών τις οποίες προσεγγίζουμε με τα CARs που υπολογίσαμε με την μονομεταβλητή ανάλυση τρέξαμε μία διαστρωματική παλινδρόμηση ελαχίστων τετραγώνων (OLS) με την μορφή:

$$CAR_j = \alpha + \sum_{j=1}^N X_j + \varepsilon_j$$

Όπου,

CAR = Οι Αθροιστικές Μη Κανονικές Μετοχικές Αποδόσεις για κάθε εταιρία j

α = Η σταθερά της παλινδρόμησης

X_j = Διάνυσμα που περιλαμβάνει όλες τις επεξηγηματικές μεταβλητές για κάθε εταιρία j και

ε_j = Τα κατάλοιπα της παλινδρόμησης (Όρος Σφάλματος). Υποθέτουμε ότι τα κατάλοιπα ακολουθούν κανονική κατανομή

Το διάνυσμα X_j αποτελείται συνολικά από 10 επεξηγηματικές μεταβλητές εκ των οποίων 6 είναι αριθμητικές μεταβλητές (Continuous) και 4 ψευδομεταβλητές (Dummies):

1. Net Income Margin (N I M)
2. EBT Margin (EBT M)
3. Current Ratio (CR)
4. Quick Ratio (QUICK R)
5. Gearing Ratio (GR)
6. PE
7. OWNERSHIP (OWN)
8. Cash-Stock (CS)
9. Subsidiary (SUB)
10. Listed-Unlisted (LU)

Οι αριθμοδείκτες M/B, POE και D/E Ratio αφαιρέθηκαν από το δείγμα.

Στις τέσσερις ψευδομεταβλητές (Ownership, Cash-Stock, Subsidiary και Listed-Unlisted) δώσαμε τιμές 0 και 1 και πιο συγκεκριμένα:

Ownership	1	Εταιρίες με Οικογενειακή Δομή
	0	Εταιρίες με μικρή συγκέντρωση Ιδιοκτησίας
Cash-Stock	1	Εξαγορές με μετρητά
	0	Εξαγορές με μετοχές
Subsidiary	1	Θυγατρική
	0	Μη Θυγατρική
Listed-Unlisted	1	Εξαγορά Εισηγμένου Στόχου
	0	Εξαγορά Ιδιωτικού Στόχου

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ

Ανάλυση Δείγματος

Το τελικό δείγμα περιλαμβάνει 100 πράξεις εξαγορών για την περίοδο 1993 έως 2006. Πιο αναλυτικά, οι υπό εξέταση περιπτώσεις αφορούν 46 εξαγορές εισηγμένων εταιριών στόχων και 54 εξαγορές ιδιωτικών επιχειρήσεων. Οι περιπτώσεις εξαγορών στις οποίες χρησιμοποιήθηκαν μετρητά ως τρόπος πληρωμής ήταν 55 ενώ οι εξαγορές με ανταλλαγή μετοχών ήταν 45.

Η συντριπτική πλειοψηφία των εταιριών του δείγματος είχε οικογενειακή δομή και συγκεκριμένα, το 81,7% των αγοραστριών εταιριών εισηγμένων και ιδιωτικών στόχων και το 83,9% των εισηγμένων στόχων χαρακτηρίστηκαν ως οικογενειακές.

Αξίζει να αναφερθεί πως από τις περιπτώσεις εξαγορών του δείγματος το έτος 2001 υπήρξε η πιο έντονη δραστηριότητα με 22 εξαγορές εταιριών γεγονός που προκαλεί ιδιαίτερο ενδιαφέρον εφόσον συμπίπτει με την «φούσκα» στο Χρηματιστήριο Αξιών Αθηνών την περίοδο 1999-2000. Μία πιθανή εξήγηση αποτελεί η μικρή μέση αξία συναλλαγών για τα έτη 1999 και 2000 (€11,63 και €118,52 αντίστοιχα) εφόσον η πλειοψηφία των εξαγορών αφορούσαν ιδιωτικούς στόχους.

Από τον Πίνακα 2 βλέπουμε πως η μέση μεγαλύτερη μέση αξία συναλλαγής σημειώθηκε το έτος 2006 και η αμέσως επόμενη μεγαλύτερη ήταν το 1999. Για τα ίδια έτη, είχαμε επίσης και την μεγαλύτερη μέση κεφαλαιακή αξία των αγοραστριών εταιριών (€2,6 bln. και €1,4 bln. αντίστοιχα).

Η μέση κεφαλαιοποίηση των αγοραστριών εταιριών είναι περίπου €1 bln. ενώ η μέση κεφαλαιοποίηση των εισηγμένων εταιριών στόχων είναι μόνο €325 mln. Οι εξαγοραζόμενες εταιρίες είναι, δηλαδή, περίπου τέσσερις φορές μικρότερες σε χρηματιστηριακή αξία από τις αγοράστριες εταιρίες.

Στον Πίνακα 2 βλέπουμε επίσης, πως η μέση κεφαλαιοποίηση των αγοραστριών εταιριών που χρησιμοποιούν μετρητά ως τρόπο πληρωμής για την απόκτηση εισηγμένων στόχων είναι πολύ μεγαλύτερη από την αντίστοιχη κεφαλαιοποίηση των αγοραστριών εταιριών που χρησιμοποιούν μετρητά για την απόκτηση ιδιωτικών στόχων (€1,25 bln. και €325 mln. αντίστοιχα). Η παρατήρηση αυτή είναι λογική εφόσον οι εισηγμένες εταιρίες είναι συνήθως μεγαλύτερες από τις ιδιωτικές.

ΠΙΝΑΚΑΣ 2

Year	Frequency	MV Bidder	Deal Value \$min.	CS		LU	
				Cash	Stock	Listed	Unlisted
1993	1	7,85	13,71	1	0	1	0
1994	0	-	0,00	0	0	0	0
1995	0	-	0,00	0	0	0	0
1996	1	44,95	3,73	1	0	0	1
1997	2	124,67	10,19	1	1	1	1
1998	6	705,63	199,07	4	2	2	4
1999	13	1.410,09	480,42	7	6	7	6
2000	13	239,69	11,63	10	3	0	13
2001	22	1.135,92	118,52	11	11	11	11
2002	13	423,86	31,49	7	6	7	6
2003	10	740,85	138,28	3	7	6	4
2004	4	1.329,08	232,98	1	3	3	1
2005	6	1.339,17	22,93	3	3	3	3
2006	9	2.565,45	701,11	6	3	5	4
Total No.	100			55	45	46	54

	All firms	Cash	Stock	Listed	Unlisted
Mean MV Bidder	1.003,32	932,98	1089,29	1304,20	765,15

Mean MV Target	325,18	511,89	273,32	325,18
-----------------------	--------	--------	--------	--------

	Mean MV Bidder
Cash - Listed	1.388,06
Cash - Unlisted	831,85
Stock -Listed	1.253,71
Stock -Unlisted	431,64

ΠΙΝΑΚΑΣ 3
ΣΤΑΤΙΣΤΙΚΑ ΣΤΟΙΧΕΙΑ ΤΩΝ ΑΡΙΘΜΗΤΙΚΩΝ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ ΤΟΥ ΔΕΙΓΜΑΤΟΣ (-1)

NET INCOME MARGIN			
	ACQUIRERS FOR UNLISTED TARGETS	ACQUIRERS FOR LISTED TARGETS	LISTED TARGETS
Mean	0.144331	0.399674	-0.569138
Median	0.105101	0.207999	0.201207
Maximum	1.632.216	3.777.615	3.941.436
Minimum	-1.597.449	-0.392095	-2.363.171
EBT MARGIN			
	ACQUIRERS FOR UNLISTED TARGETS	ACQUIRERS FOR LISTED TARGETS	LISTED TARGETS
Mean	0.167794	0.420070	0.452424
Median	0.118558	0.241078	0.231675
Maximum	1.447.167	3.652.639	3.882.685
Minimum	-0.866942	-0.112788	-0.972053
CURRENT RATIO			
	ACQUIRERS FOR UNLISTED TARGETS	ACQUIRERS FOR LISTED TARGETS	LISTED TARGETS
Mean	1.980.909	1.834.064	5.125.603
Median	1.855.687	1.657.650	1.512.684
Maximum	5.220.095	6.080.231	1.291.350
Minimum	0.211929	0.130458	0.000000
QUICK RATIO			
	ACQUIRERS FOR UNLISTED TARGETS	ACQUIRERS FOR LISTED TARGETS	LISTED TARGETS
Mean	1.646.717	7.184.383	1.168.910
Median	1.417.054	1.520.228	1.596.256
Maximum	5.220.095	1.187.172	1.291.350
Minimum	0.068052	0.130458	0.196898
GEARING RATIO			
	ACQUIRERS FOR UNLISTED TARGETS	ACQUIRERS FOR LISTED TARGETS	LISTED TARGETS
Mean	2.459.898	3.644.235	-0.281238
Median	0.824409	0.720595	0.356475
Maximum	2.033.510	2.412.292	1.629.784
Minimum	0.052328	0.004328	-5.148.283
PE			
	ACQUIRERS FOR UNLISTED TARGETS	ACQUIRERS FOR LISTED TARGETS	LISTED TARGETS
Mean	4.163.866	0.144628	0.792081
Median	0.026319	0.021021	0.018014
Maximum	2.169.280	5.185.532	4.345.761

Όσο αφορά τους χρηματοοικονομικούς δείκτες των εταιριών πριν την ανακοίνωση της εξαγοράς, όπως φαίνεται και στον Πίνακα 3 , μπορούμε να εκφράσουμε τα ακόλουθα συμπεράσματα:

1. Η μέση τιμή των δεικτών κερδοφορίας Net Income Margin και EBT Margin των αγοραστών εισηγμένων στόχων είναι μεγαλύτερη από την αντίστοιχη μέση τιμή των εισηγμένων στόχων.
2. Οι αγοραστές εισηγμένων στόχων έχουν καλύτερες δυνατότητες κερδοφορίας από τους αγοραστές ιδιωτικών στόχων.
3. Οι αγοράστριες εταιρίες εισηγμένων στόχων έχουν πολύ μεγαλύτερη δανειακή επιβάρυνση από τους αγοραστές ιδιωτικών στόχων.
4. Οι αγοράστριες εταιρίες των οποίων οι μετοχές αποτιμούνται υψηλότερα από την αγορά (μεγάλη τιμή του δείκτη PE) στοχεύουν σε ιδιωτικές εταιρίες στόχους. Η μέση τιμή του δείκτη PE για τους αγοραστές ιδιωτικών στόχων ήταν μεγαλύτερη από την μέση τιμή των αγοραστών εισηγμένων στόχων

Ακόμη, από την Ανάλυση Συσχέτισης των μεταβλητών (Correlation Analysis) που πραγματοποιήθηκε στο οικονομετρικό πρόγραμμα Econometric Views διαπιστώθηκε η υψηλή συσχέτιση των μεταβλητών του μοντέλου για αυτό και δόθηκε ιδιαίτερη προσοχή στις μεταβλητές που συμπεριλήφθησαν σε κάθε εξίσωση.

Τέλος, από τον έλεγχο ετεροσκεδαστικότητας των καταλοίπων (Correlogram Squared Residuals – White Test) διαπιστώθηκε ότι το δείγμα δεν είχε πρόβλημα ετεροσκεδαστικότητας.

Αποτελέσματα Μονομεταβλητής Ανάλυσης

Οι Αθροιστικές Μέσες μη Κανονικές Μετοχικές Αποδόσεις (CAARs) που υπολογίστηκαν με την εφαρμογή της Event Study Μεθοδολογίας εξετάστηκαν για την περίοδο 30 ημερών πριν και μετά την ανακοίνωση της εξαγοράς. Το συγκεκριμένο διάστημα (-30,+30) επιλέχτηκε για δύο λόγους. Πρώτον, γιατί συνήθως η ολοκλήρωση της εξαγοράς επιτυγχάνεται περίπου ένα μήνα μετά την ανακοίνωση της εξαγοράς και δεύτερον, γιατί το διάστημα των 60 ημερών είναι αρκετό ώστε να καλύπτει όλη την σχετική πληροφόρηση με την εξαγορά αλλά και την επακόλουθη αντίδραση του επενδυτικού κοινού.

Εξέταση των Αθροιστικών Μέσων Μη Κανονικών Μετοχικών Αποδόσεων (CAARs)

Αγοραστής

Όλες οι αγοράστριες εταιρίες του δείγματος σημείωσαν θετικές και στατιστικά σημαντικές Αθροιστικές Μέσες μη Κανονικές Μετοχικές Αποδόσεις (CAARs). Πιο συγκεκριμένα, τα CAARs των αγοραστών για την περίοδο εξέτασης (-30,+30) ήταν 4,57% και στατιστικά σημαντικά σε επίπεδο σημαντικότητας 10% (t – statistic: 1.65).

Από τον Πίνακα 4 μπορούμε να δούμε πως υπάρχει μεγάλη διαφορά ανάμεσα στις αποδόσεις των αγοραστών που χρησιμοποίησαν μετρητά ως τρόπο πληρωμής και τις αποδόσεις των αγοραστών που πραγματοποίησαν ανταλλαγή μετοχών. Μεγάλη διαφορά υπάρχει επίσης ανάμεσα στις αποδόσεις των αγοραστριών εταιριών εισηγμένων στόχων και ιδιωτικών στόχων με τους αγοραστής να σημειώνουν τις μεγαλύτερες αποδόσεις όταν αποκτούν εισηγμένους στόχους με προσφορά μετρητών.

Από την μονομεταβλητή ανάλυση για τους αγοραστής προκύπτουν δύο συμπεράσματα:

1. Οι αγοραστής που χρησιμοποιούν μετρητά σημείωσαν θετικές και στατιστικά σημαντικές αποδόσεις - CAARs (9,16%) που είναι πολύ μεγαλύτερες από τις αντίστοιχες αρνητικές και μη στατιστικά σημαντικές αποδόσεις των αγοραστών που πραγματοποίησαν ανταλλαγή μετοχών (-1,05%). Η διαφορά αυτή πιθανόν να οφείλεται στην ύπαρξη ασυμμετρίας πληροφόρησης στην Ελληνική αγορά. Η έκδοση μετοχών από τις αγοράστριες εταιρίες επηρεάζει αρνητικά τους επενδυτές καθώς εκτιμούν την μετοχή της ως υπερτιμημένη.
2. Οι αγοραστής εισηγμένων στόχων έχουν μεγαλύτερες αποδόσεις (5,51%) από τις αντίστοιχες αποδόσεις των αγοραστών ιδιωτικών στόχων (3,76%). Η ανωτερότητα των αποδόσεων σε εξαγορές εισηγμένων στόχων γίνεται ακόμα πιο έντονη ένα εξεταστούν

διαφορετικά οι εξαγορές με μετρητά και με μετοχές. Οι αγοράστριες εταιρίες εισηγμένων στόχων που χρησιμοποίησαν μετρητά ως τρόπο πληρωμής είχαν απόδοση (16,37%) σχεδόν διπλάσια από την απόδοση των αγοραστών ιδιωτικών στόχων που χρησιμοποίησαν μετρητά (7,55%). Για τις περιπτώσεις των εξαγορών με ανταλλαγή μετοχών η διαφορά των αποδόσεων των αγοραστών εισηγμένων (2,49%) και των αποδόσεων των αγοραστών ιδιωτικών στόχων (-15,19%) γίνεται ακόμα μεγαλύτερη. Συνεπώς, καταλήγουμε στο συμπέρασμα πως στην Ελληνική αγορά εξαγορών οι αγοράστριες εταιρίες ιδιωτικών στόχων προτιμούν την προσφορά μετρητών ενώ οι αγοραστές εισηγμένων στόχων προτιμούν την έκδοση μετοχών. Το παραπάνω συμπέρασμα είναι αντίθετο με την υπόθεση της μικρότερης διαπραγματευτικής δύναμης και την υπόθεση του μικρότερου κόστους αντιπροσώπευσης των αγοραστών ιδιωτικών στόχων αλλά απόλυτα συμβατό με την υπόθεση της οικογενειακής δομής των εταιριών. Η πλειοψηφία των Ελληνικών επιχειρήσεων και κυρίως των μη εισηγμένων εταιριών έχουν μεγάλη συγκέντρωση μετοχικής ιδιοκτησίας με αποτέλεσμα οι αποδόσεις των αγοραστών εισηγμένων στόχων να είναι μεγαλύτερες από τις αντίστοιχες αποδόσεις των αγοραστών μη εισηγμένων στόχων.

Στόχοι

Στο δείγμα όλες οι εταιρίες στόχοι που εξετάστηκαν ήταν εισηγμένες εταιρίες. Από την μονομεταβλητή ανάλυση, όσο αφορά την κατανομή του πλούτου που δημιουργείται σε μία εξαγορά, γίνεται εύκολα αντιληπτό πως οι στόχοι απολαμβάνουν την "μερίδα του λέοντος". Οι Αθροιστικές Μέσες μη Κανονικές Μετοχικές Αποδόσεις (CAARs) για τις εξαγοραζόμενες εταιρίες ήταν 10,83%.

Από τον Πίνακα 4 φαίνεται, όπως και στους αγοραστές, η ανωτερότητα των αποδόσεων σε εξαγορές με μετρητά έναντι των αντίστοιχων αποδόσεων των στόχων που δέχτηκαν την ανταλλαγή μετοχών. Οι αποδόσεις (CAARs) των στόχων σε εξαγορές με μετρητά ήταν 27,61% και στατιστικά σημαντικές σε επίπεδο σημαντικότητας 1% ενώ οι αποδόσεις των στόχων σε εξαγορές με μετοχές ήταν 6,73% και μη στατιστικά σημαντικές.

ΠΙΝΑΚΑΣ 4

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΜΟΝΟΜΕΤΑΒΛΗΤΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

CAARs (-30,+30)			
All Acquirers (t-statistic)	4,57% (1,65) ^c		
	Listed	Unlisted	All
Cash (t-statistic)	16,37% (2,44) ^b	7,55% (2,19) ^b	9,16% (2,72) ^a
Stock (t-statistic)	2,49% (0,64)	-15,19% (-1,85) ^c	-1,05% (-0,28)
All (t-statistic)	5,51% (1,61) ^c	3,76% (1,14)	

- a: Στατιστικά Σημαντικό σε Επίπεδο Σημαντικότητας 1%
b: Στατιστικά Σημαντικό σε Επίπεδο Σημαντικότητας 5%
c: Στατιστικά Σημαντικό σε Επίπεδο Σημαντικότητας 10%

CAARs (-30,+30)	
	Listed Targets
Cash (t-statistic)	27,61% (3,13) ^a
Stock (t-statistic)	6,73% (1,35)
All (t-statistic)	10,83% (2,25) ^a

- a: Στατιστικά Σημαντικό σε Επίπεδο Σημαντικότητας 1%
b: Στατιστικά Σημαντικό σε Επίπεδο Σημαντικότητας 5%
c: Στατιστικά Σημαντικό σε Επίπεδο Σημαντικότητας 10%

Πολυμεταβλητή Ανάλυση

Το περιορισμένο δείγμα με δεδομένα της τελευταίας λογιστικής χρήσης (-1) εξετάστηκε σε τέσσερις ομάδες.

1. Αγοραστές Ιδιωτικών Στόχων
2. Αγοραστές Εισηγμένων στόχων
3. Όλοι οι Αγοραστές
4. Εισηγμένοι Στόχοι

Στις δύο πρώτες ομάδες διαχωρίστηκε το δείγμα των αγοραστριών εταιριών σε Αγοραστές Εισηγμένων Στόχων και Αγοραστές Ιδιωτικών Στόχων.

Στην τρίτη ομάδα (Όλοι οι Αγοραστές) εξετάστηκαν όλες τις αγοράστριες εταιρίες εισηγμένων και ιδιωτικών στόχων χρησιμοποιώντας μία ακόμα ψευδομεταβλητή LU που αντιπροσωπεύει το καθεστώς της εταιρίας στόχου. Η ομάδα αυτή προστέθηκε με σκοπό να επιβεβαιωθούν τα αποτελέσματα των δύο πρώτων ομάδων.

Η τελευταία ομάδα που εξετάστηκε ήταν οι εισηγμένοι στόχοι. Παρά την προσπάθεια που έγινε να συμπεριληφθούν στο δείγμα και οι ιδιωτικοί στόχοι ώστε η ανάλυση μας να είναι πιο πλήρης, τελικά δεν κατέστη εφικτό λόγω δυσκολίας στην συλλογή των στοιχείων.

Αρχικά, ξεκινώντας την πολυμεταβλητή ανάλυση του δείγματος έγινε προσπάθεια να πραγματοποιηθούν κοινές εξισώσεις με τις ίδιες μεταβλητές σε κάθε ομάδα, ξεκινώντας με μία πλήρη εξίσωση που να περιλαμβάνει ένα δείκτη κερδοφορίας, ένα δείκτη ρευστότητας, τον δείκτη δανειακής επιβάρυνσης, τον δείκτη PE και όλες τις ψευδομεταβλητές. Όμως, από τα αποτελέσματα της Ανάλυσης Συσχέτισης διαπιστώθηκε ότι αυτό δεν γινόταν τελικά εφικτό σε όλες τις ομάδες καθώς οι μεταβλητές που επιλέχτηκαν στο μοντέλο είχαν υψηλή συσχέτιση μεταξύ τους. Πιο συγκεκριμένα υψηλή συσχέτιση είχαν οι δείκτες Κερδοφορίας (Net Income Margin και EBT Margin) με τους δείκτες Ρευστότητας (Current Ratio και Quick Ratio) και οι δείκτες Ρευστότητας (Current Ratio και Quick Ratio) με τον δείκτη Δανειακής Επιβάρυνσης (Gearing Ratio).

Στους πίνακες που ακολουθούν (Πίνακες 5 - 8) παρουσιάζονται τα αποτελέσματα της Ανάλυσης Συσχέτισης των μεταβλητών του μοντέλου για κάθε ομάδα ξεχωριστά. Στη συνέχεια, στους Πίνακες (9 - 12) αναφέρονται τα αποτελέσματα της Πολυμεταβλητής ανάλυσης.

ΠΙΝΑΚΑΣ 5**ΑΝΑΛΥΣΗ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ****ΑΓΟΡΑΣΤΕΣ ΙΔΙΩΤΙΚΩΝ ΣΤΟΧΩΝ (-1)****ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ**

	NIM	EBT_M	C R.	QUICK R.	G R.	PE	OWNERSHIP	CS	SUB
NIM	1.000.000	0.934470	-0.207646	-0.133377	-0.187231	-0.005553	-0.073043	-0.133260	0.175114
EBT_M	0.934470	1.000.000	-0.184409	-0.093782	-0.148695	0.033288	-0.065860	0.034441	0.229692
C R.	-0.207646	-0.184409	1.000.000	0.961140	-0.217159	0.259953	0.187865	0.061887	-0.107503
QUICK R.	-0.133377	-0.093782	0.961140	1.000.000	-0.223475	0.217420	0.135020	0.068474	-0.044646
G R.	-0.187231	-0.148695	-0.217159	-0.223475	1.000.000	-0.153973	0.029997	0.094116	-0.149977
PE	-0.005553	0.033288	0.259953	0.217420	-0.153973	1.000.000	0.019380	-0.011315	0.132999
OWNERSHIP	-0.073043	-0.065860	0.187865	0.135020	0.029997	0.019380	1.000.000	-0.116335	0.104713
CS	-0.133260	0.034441	0.061887	0.068474	0.094116	-0.011315	-0.116335	1.000.000	-0.056578
SUB	0.175114	0.229692	-0.107503	-0.044646	-0.149977	0.132999	0.104713	-0.056578	1.000.000

ΠΙΝΑΚΑΣ 6

ΑΝΑΛΥΣΗ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ

ΑΓΟΡΑΣΤΕΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟΧΩΝ (-1)

ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ

	NIM	EBT_M	C R.	QUICK R.	G R.	PE	OWNERSHIP	CS	SUB
NIM	1.000.000	0.935537	0.665479	0.722421	-0.331620	-0.054405	0.207680	0.296726	-0.082236
EBT_M	0.935537	1.000.000	0.723431	0.785737	-0.360682	-0.022164	0.223627	0.274948	-0.035530
C R.	0.665479	0.723431	1.000.000	0.964965	-0.515751	0.355947	0.295242	0.140935	-0.136207
QUICK R.	0.722421	0.785737	0.964965	1.000.000	-0.500965	0.379999	0.340983	0.140623	-0.128115
G R.	-0.331620	-0.360682	-0.515751	-0.500965	1.000.000	-0.020315	-0.329453	-0.123008	0.003396
PE	-0.054405	-0.022164	0.355947	0.379999	-0.020315	1.000.000	0.198880	-0.125077	-0.167598
OWNERSHIP	0.207680	0.223627	0.295242	0.340983	-0.329453	0.198880	1.000.000	0.011358	0.177705
CS	0.296726	0.274948	0.140935	0.140623	-0.123008	-0.125077	0.011358	1.000.000	-0.230089
SUB	-0.082236	-0.035530	-0.136207	-0.128115	0.003396	-0.167598	0.177705	-0.230089	1.000.000

ΠΙΝΑΚΑΣ 7

ΑΝΑΛΥΣΗ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ

ΟΛΟΙ ΟΙ ΑΓΟΡΑΣΤΕΣ (-1)

ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ

	NIM	EBT_M	C R.	QUICK R.	G R.	PE	OWNERSHIP	CS	SUB	LU
NIM	1.000.000	0.932441	0.333226	0.414320	-0.250090	-0.013427	0.075007	-0.020442	0.023863	0.209111
EBT_M	0.932441	1.000.000	0.334307	0.427690	-0.250836	0.019544	0.073823	0.008719	0.086737	0.208718
C R.	0.333226	0.334307	1.000.000	0.962172	-0.367942	0.288856	0.233819	0.059432	-0.118506	0.034331
QUICK R.	0.414320	0.427690	0.962172	1.000.000	-0.365874	0.272567	0.231081	0.047559	-0.079837	0.060308
G R.	-0.250090	-0.250836	-0.367942	-0.365874	1.000.000	-0.085474	-0.186884	-0.080774	-0.072898	0.109279
PE	-0.013427	0.019544	0.288856	0.272567	-0.085474	1.000.000	0.075792	-0.077013	0.038593	0.060993
OWNERSHIP	0.075007	0.073823	0.233819	0.231081	-0.186884	0.075792	1.000.000	0.050538	0.132453	-0.154875
CS	-0.020442	0.008719	0.059432	0.047559	-0.080774	-0.077013	0.050538	1.000.000	-0.110774	-0.592789
SUB	0.023863	0.086737	-0.118506	-0.079837	-0.072898	0.038593	0.132453	-0.110774	1.000.000	0.012308
LU	0.209111	0.208718	0.034331	0.060308	0.109279	0.060993	-0.154875	-0.592789	0.012308	1.000.000

ΠΙΝΑΚΑΣ 8

ΑΝΑΛΥΣΗ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ

ΕΙΣΗΓΜΕΝΟΙ ΣΤΟΧΟΙ (-1)

ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ

	NIM	EBT_M	C R.	QUICK R.	G R.	PE	OWNERSHIP	CS	SUB
NIM	1.000.000	0.750047	-0.498199	-0.466194	0.061341	-0.056395	0.212020	-0.150894	-0.262155
EBT_M	0.750047	1.000.000	-0.540957	-0.490429	0.202126	0.017134	0.230111	-0.117346	-0.276309
C R.	-0.498199	-0.540957	1.000.000	0.992411	-0.583858	0.120654	0.119156	-0.063742	0.413528
QUICK R.	-0.466194	-0.490429	0.992411	1.000.000	-0.632675	0.147251	0.119428	-0.072329	0.425286
G R.	0.061341	0.202126	-0.583858	-0.632675	1.000.000	-0.342276	-0.312513	-0.142851	-0.134540
PE	-0.056395	0.017134	0.120654	0.147251	-0.342276	1.000.000	0.064407	0.037732	0.335406
OWNERSHIP	0.212020	0.230111	0.119156	0.119428	-0.312513	0.064407	1.000.000	-0.402374	0.118345
CS	-0.150894	-0.117346	-0.063742	-0.072329	-0.142851	0.037732	-0.402374	1.000.000	-0.294118
SUB	-0.262155	-0.276309	0.413528	0.425286	-0.134540	0.335406	0.118345	-0.294118	1.000.000

Αγοραστές Ιδιωτικών Στόχων

Από τον Πίνακα 9 βλέπουμε πως στατιστικά σημαντικές μεταβλητές βρέθηκαν μόνο ο Δείκτης Gearing Ratio σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 1% (t-statistic: -5.718 – Equation 5) και η ψευδομεταβλητή CS σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5% (t-statistic: 2.295 – Equation 1).

Για την μεταβλητή CS βρέθηκε θετική σχέση με τις αποδόσεις (CARs) των αγοραστών. Η θετική σχέση επιβεβαιώνει τα αποτελέσματα της Μονομεταβλητής Ανάλυσης αλλά και την αρχική μας υπόθεση (Υπόθεση 2) και υποδηλώνει ότι οι αποδόσεις των αγοραστών ιδιωτικών στόχων σε εξαγορές μετρητά είναι μεγαλύτερες από τις αντίστοιχες αποδόσεις σε εξαγορές με ανταλλαγή μετοχών. Το παραπάνω συμπέρασμα είναι συμβατό με την μελέτη των Draper & Paudyal (1999). Η ανωτερότητα των αποδόσεων σε εξαγορές με μετρητά για τις αγοράστριες εταιρίες στηρίζεται στην υπόθεση της ασύμμετρης πληροφόρησης και αποτελεί ένδειξη για την έλλειψη αποτελεσματικότητας στην Ελληνική αγορά.

Αντίθετα, για τον δείκτη Gearing Ratio βρέθηκε αρνητική σχέση με τις αποδόσεις (CARs) των αγοραστών. Έτσι, ο υψηλότερος δείκτης δανειακής επιβάρυνσης προ εξαγοράς συνδέεται με χαμηλότερες μελλοντικές αποδόσεις για τις αγοράστριες εταιρίες. Από τα αποτελέσματα της πολυμεταβλητής ανάλυσης προκύπτει ότι ο υψηλός δανεισμός, παρά το γεγονός ότι σχετίζεται με μεγαλύτερη κερδοφορία, στην περίπτωση της Ελληνικής αγοράς εξαγορών εκτιμάται ως κόστος από το επενδυτικό κοινό. Οι επενδυτές αμφισβητούν την ικανότητα της εταιρίας για μελλοντική αποπληρωμή των δανείων αλλά και την αποδοτικότητα του επενδυτικού σχεδίου εξαγοράς. Η αρνητική αντίδραση της αγοράς επιφέρει την μείωση των αποδόσεων των αγοραστών.

Οι υπόλοιπες μεταβλητές Net Income Margin, EBT Margin, Current Ratio, Quick Ratio, PE, OWNERSHIP και SUB δεν βρέθηκαν στατιστικά σημαντικές.

ΠΙΝΑΚΑΣ 9

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΟΛΥΜΕΤΑΒΛΗΤΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

ΑΓΟΡΑΣΤΕΣ ΙΔΙΩΤΙΚΩΝ ΣΤΟΧΩΝ (-1)

ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ

EQUATION	C	NIM.	EBT M.	CR.	QUICK R.	GR.	PE	OWNERSHIP	CS	SUB	R ²	F. st.
EQUATION 1	0,109	-0,177		-0,048		-0,136	0,356	-0,062	0,188	-0,015	0,357	2,615
<i>(t. st.)</i>	0,778	-1,032		-1,623		-4,518	1,418	-0,512	2,295	-0,155		
<i>Prob.</i>	0,442	0,310		0,114		0,000	0,166	0,612	0,028	0,878		0,029
EQUATION 2	-0,093		0,102				0,381	-0,108	0,156		0,130	1,350
<i>(t. st.)</i>	0,118		0,675				1,829	-1,205	1,739			
<i>Prob.</i>	0,439		0,504				0,135	0,236	0,091			0,271
EQUATION 3	0,150113	-0,176			-0,022	-0,127					0,204	3,153
<i>(t. st.)</i>	1,570266	-0,824			-0,672	-3,070						
<i>Prob.</i>	0,1249	0,415			0,506	0,004						0,036
EQUATION 5	-0,084					-0,123			0,191		0,280	7,400
<i>(t. st.)</i>	-1,054					-5,718			2,287			
<i>Prob.</i>	0,299					0,000			0,028			0,002

Αγοραστές Εισηγμένων Στόχων

Για τους αγοραστές εισηγμένων στόχων ο δείκτης PE βρέθηκε στατιστικά σημαντικός όπως φαίνεται και στον Πίνακα 10 σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 10% (t-statistic: 2,030 – Equation 2). Οι υψηλότερες τιμές του δείκτη PE προ εξαγοράς συνδέονται με μεγαλύτερες αποδόσεις για την αγοράστρια εταιρία. Από την θετική σχέση της μεταβλητής με τα CARs προκύπτει το συμπέρασμα πως στις εταιρίες με υψηλότερη αποτίμηση από την αγορά, πιθανόν για λόγους ύπαρξης “άυλων” στοιχείων του ενεργητικού (Intangibles), ενισχύονται οι αποδόσεις των μετοχών μετά την εξαγορά. Η αγορά, λοιπόν, αντιδρά θετικά και προσδίδει αξία στις εταιρίες με υψηλότερη αποτίμηση πριν την εξαγορά.

Στατιστικά σημαντικοί βρέθηκαν επίσης οι δείκτες ρευστότητας Current Ratio και Quick Ratio σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5% (t-statistic: 2,209 – Equation 4 και t-statistic: 2,341 – Equation 3 αντίστοιχα). Οι δείκτες Current Ratio και Quick Ratio συνδέονται θετικά με τις αποδόσεις (CARs) των αγοραστριών εταιριών. Η θετική σχέση δείχνει ότι η υψηλή ρευστότητα των εταιριών πριν την εξαγορά οδηγεί σε μεγαλύτερες μελλοντικές αποδόσεις για τους αγοραστές. Οι επενδυτές στηρίζουν την μετοχή της αγοράστριας εταιρίας πιθανόν γιατί εκτιμούν την εξαγορά ως μία αποδοτική επενδυτική επιλογή αλλά και γιατί πιστεύουν ότι η μεγαλύτερη ρευστότητα θα οδηγήσει σε μεγαλύτερη μελλοντική κερδοφορία.

Οι υπόλοιπες μεταβλητές Net Income Margin, EBT Margin, Gearing Ratio, OWNERSHIP, CS και SUB δεν βρέθηκαν στατιστικά σημαντικές.

Ειδικά, για την μεταβλητή CS, παρά το γεγονός ότι δεν είναι στατιστικά σημαντική, βρέθηκε αρνητική η σχέση που συνδέει την μεταβλητή με τις αποδόσεις (CARs) των αγοραστών. Οι αγοραστές εισηγμένων στόχων έχουν μεγαλύτερες αποδόσεις όταν χρησιμοποιούν μετοχές ως τρόπο πληρωμής της εξαγοράς. Το παραπάνω συμπέρασμα επιβεβαιώνει τα αποτελέσματα της μονομεταβλητής ανάλυσης.

ΠΙΝΑΚΑΣ 10

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΟΛΥΜΕΤΑΒΛΗΤΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

ΑΓΟΡΑΣΤΕΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟΧΩΝ (-1)

ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ

EQUATION	C	NIM.	EBT M.	CR.	QUICK R.	GR.	PE	OWNERSHIP	CS	SUB	R ²	F. st.
EQUATION 1	0,179		0,081			-0,055	1,148	-0,043	-0,126	-0,138	0,387	1,682
<i>(t. st.)</i>	1,262		0,460			-1,408	2,009	-0,319	-1,129	-0,951		
<i>Prob.</i>	0,225		0,652			0,178	0,062	0,754	0,276	0,356		0,190
EQUATION 2	0,085	0,044					1,145		-0,103	-0,139	0,281	1,758
<i>(t. st.)</i>	1,140	0,343					2,030		-0,907	-0,966		
<i>Prob.</i>	0,269	0,736					0,057		0,376	0,347		0,181
EQUATION 3	-0,072				0,073		0,835				0,390	6,403
<i>(t. st.)</i>	-1,058				2,341		1,613					
<i>Prob.</i>	0,303				0,030		0,122					0,007
EQUATION 4	-0,094			0,071			0,888				0,376	6,015
<i>(t. st.)</i>	-1,195			2,209			1,713					
<i>Prob.</i>	0,246			0,039			0,102					0,009

Όλοι οι Αγοραστές

Το καθεστώς της εταιρίας στόχου όπως προσεγγίζεται από την ψευδομεταβλητή LU βρέθηκε στατιστικά σημαντικό σε επίπεδο σημαντικότητας 1% (t-statistic: 2,737 – Equation 4). Όταν ο στόχος είναι εισηγμένη εταιρία τότε οι αποδόσεις των αγοραστών είναι υψηλότερες από τις αντίστοιχες αποδόσεις των αγοραστών ιδιωτικών στόχων. Το παραπάνω συμπέρασμα εκφράζει μία πιθανή ένδειξη αναποτελεσματικότητας της Ελληνικής αγοράς και επιβεβαιώνει τα αποτελέσματα της μονομεταβλητής ανάλυσης και την αρχική μας υπόθεση (Υπόθεση 1 και Υπόθεση 4) Αντίθετα με την πλειοψηφία των εμπειρικών μελετών, που υποστηρίζουν την ανωτερότητα των αποδόσεων των αγοραστών μη εισηγμένων στόχων στηριζόμενοι στην υπόθεση της μειωμένης διαπραγματευτικής δύναμης των ιδιωτικών στόχων και στην υπόθεση του μικρότερου premium ρευστότητας (Liquidity Discount), η Ελληνική αγορά φαίνεται να αποτελεί εξαίρεση. Βασικό χαρακτηριστικό των ελληνικών επιχειρήσεων είναι η οικογενειακή δομή. Κύριοι μέτοχοι των εταιριών είναι συνήθως τα μέλη μίας οικογένειας ή ακόμα και ένα μόνο φυσικό πρόσωπο. Η οικογενειακή δομή συναντάται συχνότερα σε μικρότερες επιχειρήσεις και κυρίως στην συντριπτική πλειοψηφία των μη εισηγμένων εταιριών. Επομένως, οι μεγαλύτερες αποδόσεις των αγοραστών εισηγμένων στόχων μπορούν να αποδοθούν στα ιδιαίτερα χαρακτηριστικά της χώρας μας και να εξηγηθούν από την ισχυρή διαπραγματευτική δύναμη των ιδιωτικών στόχων.

Στατιστικά σημαντικές βρέθηκαν επίσης και οι μεταβλητές PE και Gearing Ratio σε επίπεδο στατιστικής σημαντικότητας 5% (t-statistic: 2,076 – Equation 4) και 1% (t-statistic: -2,874 – Equation 4) αντίστοιχα. Η στατιστική σημαντικότητα του δείκτη PE φαίνεται να επηρεάζεται περισσότερο από τους αγοραστές εισηγμένων στόχων. Η σχέση της μεταβλητής με τα CARs των αγοραστών είναι θετική και δείχνει ότι οι αγοράστριες εταιρίες με υψηλότερη αποτίμηση πριν την εξαγορά σημειώνουν μεγαλύτερες αποδόσεις. Αντίθετα, ο υψηλός δείκτης δανειακής επιβάρυνσης συνδέεται με χαμηλότερες αποδόσεις για τους αγοραστές.

Οι υπόλοιπες μεταβλητές Net Income Margin, EBT Margin, Current Ratio, Quick Ratio, OWNERSHIP, CS και SUB δεν βρέθηκαν στατιστικά σημαντικές (Πίνακας 11).

Στο σημείο αυτό αξίζει να αναφερθεί η αρνητική σχέση της ψευδομεταβλητής της ιδιοκτησίας με τις αποδόσεις των αγοραστριών εταιριών. Η αρνητική σχέση υποδηλώνει τις μικρότερες αποδόσεις των αγοραστών που έχουν οικογενειακή δομή συγκριτικά με τις αντίστοιχες αποδόσεις των αγοραστών με μικρή συγκέντρωση ιδιοκτησίας. Βέβαια, η μεταβλητή αυτή δεν ήταν στατιστικά σημαντική.

ΠΙΝΑΚΑΣ 11

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΟΛΥΜΕΤΑΒΛΗΤΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

ΟΛΟΙ ΟΙ ΑΓΟΡΑΣΤΕΣ (-1)

ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ

EQUATION	C	NIM.	EBT M.	CR.	QUICK R.	GR.	PE	OWNERSHIP	CS	SUB	LU	R ²	F. st.
EQUATION 1	0,034		0,084		0,041		0,526	-0,110	-0,046			0,154	2,114
<i>(t. st.)</i>	0,358		0,579		1,473		1,767	-1,194	-0,791				
<i>Prob.</i>	0,722		0,565		0,146		0,082	0,238	0,432				0,077
EQUATION 2	-0,048			0,030			0,533	-0,071			0,122	0,175	3,125
<i>(t. st.)</i>	-0,505			1,198			1,837	-0,773			2,103		
<i>Prob.</i>	0,615			0,236			0,071	0,443			0,040		0,021
EQUATION 3	-0,003	0,000						-0,023		-0,034	0,136	0,086	1,387
<i>(t. st.)</i>	-0,036	0,002						-0,247		-0,389	2,183		
<i>Prob.</i>	0,972	0,998						0,806		0,698	0,033		0,249
EQUATION 4	0,016					-0,074	0,547				0,148	0,254	6,802
<i>(t. st.)</i>	0,398					-2,874	2,076				2,737		
<i>Prob.</i>	0,692					0,006	0,042				0,008		0,001

ΠΙΝΑΚΑΣ 12

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΟΛΥΜΕΤΑΒΛΗΤΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

ΕΙΣΗΓΜΕΝΟΙ ΣΤΟΧΟΙ (-1)

ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ

EQUATION	C	NIM.	EBT M.	CR.	QUICK R.	GR.	PE	OWNERSHIP	CS	SUB	R ²	F. st.
EQUATION 1	0,500	-0,246				-0,412	-0,032		-0,143	-0,239	0,565	4,163
<i>(t. st.)</i>	4,342	-1,771				-3,358	-2,372		-1,291	-2,004		
<i>Prob.</i>	0,001	0,096				0,004	0,031		0,215	0,062		0,013
EQUATION 2	-0,038		-0,288		0,009		-0,019	0,204		-0,226	0,289	1,298
<i>(t. st.)</i>	-0,151		-1,145		0,404		-1,137	0,735		-1,498		
<i>Prob.</i>	0,882		0,269		0,691		0,272	0,473		0,154		0,314
EQUATION 3	0,080			0,014			-0,021			-0,184	0,207	1,569
<i>(t. st.)</i>	1,165			0,921			-1,276			-1,244		
<i>Prob.</i>	0,259			0,370			0,218			0,229		0,232
EQUATION 4	0,358					-0,393	-0,040				0,414	6,721
<i>(t. st.)</i>	3,536					-3,039	-2,967					
<i>Prob.</i>	0,002					0,007	0,008					0,006

Εισηγμένοι Στόχοι

Από τον Πίνακα 12 φαίνεται πως οι μεταβλητές που ήταν στατιστικά σημαντικές για τους εισηγμένους στόχους ήταν οι δείκτες Gearing Ratio, PE, Net Income Margin και η ψευδομεταβλητή SUB.

Ο δείκτης Gearing Ratio βρέθηκε στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο σημαντικότητας 1% (t-statistic: -3,358 – Equation 1). Οι υψηλότερες τιμές του δείκτη των εισηγμένων στόχων προ εξαγοράς συνδέονται με χαμηλότερες μελλοντικές αποδόσεις CARs για την εταιρία. Η αρνητική σχέση πιθανόν να οφείλεται στην μικρότερη διαπραγματευτική δύναμη λόγω μεγάλης δανειακής επιβάρυνσης των εταιριών στόχων.

Όσο αφορά τον δείκτη PE βρέθηκε στατιστικά σημαντικός σε επίπεδο σημαντικότητας 1% (t-statistic: -2,967 – Equation 4). Η σχέση που συνδέει την μεταβλητή με τα CARs των στόχων είχε αρνητικό πρόσημο, γεγονός που δείχνει πως η υψηλότερη αποτίμηση των στόχων πριν την εξαγορά συνδέεται με χαμηλότερες αποδόσεις. Το παραπάνω συμπέρασμα πιθανόν να οφείλεται στο μικρότερο premium που είναι διατεθειμένος να προσφέρει ο αγοραστής.

Θέλοντας να προσδιορίσουμε πως το ποσοστό ελέγχου του αγοραστή πάνω στον στόχο πριν την εξαγορά επηρεάζει τις αποδόσεις CARs των στόχων ελέγξαμε μία πιο ισχυρή μεταβλητή όπως η εξαγορά θυγατρικής εταιρίας. Από τον Πίνακα 12 βλέπουμε ότι η ψευδομεταβλητή SUB η οποία βρέθηκε στατιστικά σημαντική σε επίπεδο σημαντικότητας 10% (t-statistic: -0,062 – Equation 1) συνδέεται με αρνητική σχέση με τις αποδόσεις CARs των στόχων επιβεβαιώνοντας την αρχική μας υπόθεση (Υπόθεση 3). Όταν η εταιρία που εξαγοράζεται είναι θυγατρική τότε έχει χαμηλότερες αποδόσεις. Το παραπάνω συμπέρασμα δικαιολογείται από το μεγάλο ποσοστό ιδιοκτησίας του αγοραστή πάνω στον στόχο πριν την εξαγορά που συνεπάγεται την μικρότερη διαπραγματευτική δύναμη του στόχου και των μικρότερων premia που προσφέρει ο αγοραστής.

Στατιστικά σημαντικός βρέθηκε επίσης ο δείκτης κερδοφορίας Net Income Margin σε επίπεδο σημαντικότητας 10% (t-statistic: -1,771 – Equation 1). Η μεταβλητή συνδέεται με αρνητική σχέση με τις αποδόσεις (CARs) των στόχων. Η αρνητική σχέση υποδηλώνει τις μεγαλύτερες αποδόσεις των στόχων με μικρές δυνατότητες κερδοφορίας. Το παραπάνω συμπέρασμα πιθανόν να οφείλεται στην θετική έκπληξη που προκαλεί στους επενδυτές η πρόταση εξαγοράς από την αγοράστρια εταιρία στον συγκεκριμένο στόχο. Η θετική αντίδραση της αγοράς δημιουργεί αξία στην εξαγοραζόμενη εταιρία.

Τέλος, αξίζει να αναφερθεί πως η μεταβλητή της ιδιοκτησίας, η οποία δεν βρέθηκε στατιστικά σημαντική, είχε θετική σχέση με τις αποδόσεις των στόχων. Το παραπάνω συμπέρασμα επιβεβαιώνει την αρχική μας υπόθεση (Υπόθεση 5) πως η ύπαρξη ενός κύριου μετόχου έχει θετική επίδραση στην αξία της εταιρίας καθώς υπάρχει μικρότερο (ή και μηδενικό) κόστος αντιπροσώπευσης και μεγαλύτερη διαπραγματευτική δύναμη στους όρους της εξαγοράς.

Στη συνέχεια, στον πίνακα που ακολουθεί συνοψίζονται τα αποτελέσματα της παρούσας μελέτης. Ο Πίνακας 13 δείχνει το πρόσημο της σχέσης των αποδόσεων (CARs) των εταιριών με τις μεταβλητές του μοντέλου για κάθε ομάδα που ελέγχτηκε, όπως επίσης, και τις μεταβλητές που βρέθηκαν στατιστικά σημαντικές εξετάζοντας το περιορισμένο δείγμα.

ΠΙΝΑΚΑΣ 13

ΣΧΕΣΗ ΜΕΤΑΒΛΗΤΩΝ ΚΑΙ CARs (-1)

	ΔΕΙΓΜΑ	NIM.	EBT M.	CR.	QUICK R.	GR.	PE	OWNERSHIP	CS	SUB	LU
ΑΓΟΡΑΣΤΕΣ ΙΔΙΩΤΙΚΩΝ ΣΤΟΧΩΝ	ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΟ	-	+	-	-	-	+	-	+	-	
ΑΓΟΡΑΣΤΕΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟΧΩΝ	ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΟ	+	+	+	+	-	+	-	-	-	
ΟΛΟΙ ΟΙ ΑΓΟΡΑΣΤΕΣ	ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΟ	+	+	+	+	-	+	-	-	-	+
ΕΙΣΗΓΜΕΝΟΙ ΣΤΟΧΟΙ	ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΟ	-	-	+	+	-	-	+	-	-	

ΣΥΜΠΕΡΑΣΜΑΤΑ

Εξετάζοντας το σύνολο των αγοραστριών εταιριών για το περιορισμένο δείγμα διαπιστώθηκε η στατιστική σημαντικότητα της μεταβλητής LU. Οι αγοράστριες εταιρίες εισηγμένων στόχων σημείωσαν μεγαλύτερες αποδόσεις από τις αντίστοιχες αποδόσεις των αγοραστριών εταιριών ιδιωτικών στόχων. Το παραπάνω συμπέρασμα αποτελεί ένδειξη της αναποτελεσματικότητας της Ελληνικής αγοράς.

Στατιστικά σημαντικές βρέθηκαν επίσης και οι μεταβλητές PE και Gearing Ratio. Η στατιστική σημαντικότητα του δείκτη PE φαίνεται να επηρεάζεται περισσότερο από τους αγοραστές εισηγμένων στόχων. Η σχέση της μεταβλητής με τα CARs των αγοραστών είναι θετική και δείχνει ότι οι αγοράστριες εταιρίες με υψηλότερη αποτίμηση πριν την εξαγορά σημειώνουν μεγαλύτερες αποδόσεις. Αντίθετα, ο υψηλός δείκτης δανειακής επιβάρυνσης συνδέεται με χαμηλότερες αποδόσεις για τους αγοραστές.

Στη συνέχεια, το δείγμα των αγοραστριών εταιριών διαχωρίστηκε σε Αγοραστές Εισηγμένων Στόχων και Αγοραστές Ιδιωτικών Στόχων.

Για τους αγοραστές ιδιωτικών στόχων βασικοί παράγοντες που καθορίζουν την κερδοφορία τους βρέθηκε ο δείκτης Gearing Ratio και η ψευδομεταβλητή CS.

Για την μεταβλητή CS βρέθηκε θετική σχέση με τις αποδόσεις (CARs) των αγοραστών. Η θετική σχέση υποδηλώνει ότι οι αποδόσεις των αγοραστών ιδιωτικών στόχων σε εξαγορές μετρητά είναι μεγαλύτερες από τις αντίστοιχες αποδόσεις σε εξαγορές με ανταλλαγή μετοχών. Το παραπάνω συμπέρασμα είναι συμβατό με την μελέτη των Draper & Paudyal (1999). Η ανωτερότητα των αποδόσεων σε εξαγορές με μετρητά για τις αγοράστριες εταιρίες στηρίζεται στην υπόθεση της ασύμμετρης πληροφόρησης και αποτελεί ένδειξη για την έλλειψη αποτελεσματικότητας στην Ελληνική αγορά.

Αντίθετα, για τον δείκτη Gearing Ratio βρέθηκε αρνητική σχέση με τις αποδόσεις (CARs) των αγοραστών. Έτσι, ο υψηλότερος δείκτης δανειακής επιβάρυνσης προ εξαγοράς συνδέεται με χαμηλότερες μελλοντικές αποδόσεις για τις αγοράστριες εταιρίες. Ο υψηλός δανεισμός, παρά το γεγονός ότι σχετίζεται με μεγαλύτερη κερδοφορία, στην περίπτωση της Ελληνικής αγοράς εξαγορών εκτιμάται ως κόστος από το επενδυτικό κοινό.

Για τους αγοραστές εισηγμένων στόχων σημαντικοί παράγοντες που επηρεάζουν τις μελλοντικές τους αποδόσεις (CARs) βρέθηκαν οι δείκτες ρευστότητας Current Ratio και Quick Ratio όπως επίσης και ο δείκτης PE.

Όσο αφορά τον δείκτη PE διαπιστώθηκε πως οι εταιρίες με υψηλότερες τιμές της μεταβλητής πριν την εξαγορά σημειώνουν μεγαλύτερες αποδόσεις. Από την θετική σχέση της μεταβλητής με τα CARs προκύπτει το συμπέρασμα πως στις εταιρίες με υψηλότερη αποτίμηση από την αγορά, πιθανόν για λόγους ύπαρξης "άϋλων" στοιχείων του ενεργητικού (Intangibles), ενισχύονται οι αποδόσεις των μετοχών μετά την εξαγορά. Η αγορά, λοιπόν, αντιδρά θετικά και προσδίδει αξία στις εταιρίες με υψηλότερη αποτίμηση πριν την εξαγορά.

Στατιστικά σημαντικοί βρέθηκαν επίσης οι δείκτες ρευστότητας Current Ratio και Quick Ratio, οι οποίοι συνδέονται θετικά με τις αποδόσεις (CARs) των αγοραστριών εταιριών. Η θετική σχέση δείχνει ότι η υψηλή ρευστότητα των εταιριών πριν την εξαγορά οδηγεί σε μεγαλύτερες μελλοντικές αποδόσεις για τους αγοραστές.

Η τελευταία ομάδα που εξετάστηκε ήταν οι αποδόσεις των εισηγμένων στόχων. Οι μεταβλητές που βρέθηκαν στατιστικά σημαντικές ήταν οι δείκτες Gearing Ratio, PE, Net Income Margin και η ψευδομεταβλητή SUB.

Οι υψηλότερες τιμές του δείκτη Gearing Ratio των εισηγμένων στόχων προ εξαγοράς συνδέονται με χαμηλότερες μελλοντικές αποδόσεις CARs για την εταιρία. Η αρνητική σχέση πιθανόν να οφείλεται στην μικρότερη διαπραγματευτική δύναμη λόγω μεγάλης δανειακής επιβάρυνσης των εταιριών στόχων.

Η σχέση που συνδέει τον δείκτη PE με τα CARs των στόχων είχε αρνητικό πρόσημο, γεγονός που δείχνει πως η υψηλότερη αποτίμηση των στόχων πριν την εξαγορά συνδέεται με χαμηλότερες αποδόσεις. Το παραπάνω συμπέρασμα πιθανόν να οφείλεται στο μικρότερο premium που είναι διατεθειμένος να προσφέρει ο αγοραστής.

Η ψευδομεταβλητή SUB συνδέεται με αρνητική σχέση με τις αποδόσεις CARs των στόχων. Όταν η εταιρία που εξαγοράζεται είναι θυγατρική τότε έχει χαμηλότερες αποδόσεις. Το παραπάνω συμπέρασμα δικαιολογείται από το μεγάλο ποσοστό ιδιοκτησίας του αγοραστή πάνω στον στόχο πριν την εξαγορά που συνεπάγεται την μικρότερη διαπραγματευτική δύναμη του στόχου και των μικρότερων premia που προσφέρει ο αγοραστής.

Στατιστικά σημαντικός βρέθηκε επίσης ο δείκτης κερδοφορίας Net Income Margin σε επίπεδο σημαντικότητας 10%. Η μεταβλητή συνδέεται με αρνητική σχέση με τις αποδόσεις (CARs) των στόχων. Η αρνητική σχέση υποδηλώνει τις μεγαλύτερες αποδόσεις των στόχων με μικρές δυνατότητες κερδοφορίας. Το παραπάνω συμπέρασμα πιθανόν να οφείλεται στην θετική έκκληση που προκαλεί στους επενδυτές η πρόταση εξαγοράς από την αγοράστρια εταιρία στον συγκεκριμένο στόχο. Η θετική αντίδραση της αγοράς δημιουργεί αξία στην εξαγοραζόμενη εταιρία.

Τέλος, διαπιστώθηκε πως η ύπαρξη ενός κύριου μετόχου ή η οικογενειακή δομή της ιδιοκτησίας έχει θετική επίδραση στην αξία της εταιρίας στόχου. Βέβαια, η μεταβλητή OWNERSHIP δεν βρέθηκε στατιστικά σημαντική.

ΑΝΑΦΟΡΕΣ

Brailsford & Knights, (1998). The Financial and Non-Financial Effects of Corporate Takeovers, Melbourne Institute Working Paper No. 23/98

Eugene F. Fama, (1997). Market efficiency, long-term returns, and behavioural finance, *Journal of Financial Economics*, 49, 283-306

Mitchell & Stafford et al., (2000). New Evidence and Perspectives on Mergers, *Journal of Economic Perspectives—Volume 15, Number 2—Pages 103–120*

DeBondt and Thaler, (1985). Does the stock market overreact? *Journal of Finance*, 40, 793-805

Barberis et al., (1998). A model of investor sentiment, *Journal of Financial Economics*, 49, 307-343

Jensen & Meckling, (1976). Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Costs and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, V. 3, No. 4, pp. 305-360

Mueller, (1980). The determinants and effects of mergers: An international comparison. Publication of the Science Center Berlib, 24 (International Institute of Management)

Jensen, (1986). Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance, and Takeovers, *American Economic Review*, Vol. 76, No. 2, pp. 323-329.

Roll, (1986). The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers, *The Journal of Business*, Volume 59, Issue 2, Part 1, 197-216

Myers & Majlyf, (1984). Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have, *Journal of Financial Economics*, 13, 187-221

Hansen, (1987). The Role of Conditioning Information in Deducing Testable Restrictions Implied by Dynamic Asset Pricing Models, *Econometrica*, Vol. 55, No. 3, 587-613
Fishman (1989)

Fishman, (1989). Preemptive Bidding and the Role of the Medium of Exchange in Acquisitions, *The Journal of Finance*, Vol. 44, No. 1, pp. 41-57

Shleifer & Vishny, (2003). Stock market driven acquisitions, *Journal of Financial Economics*, 70, 295-311

Draper and Paudyal, (1999). Corporate takeovers: mode of payment, returns and trading activity. *Journal of Business Finance and Accounting*, 26, 521-558

Draper and Paudyal, (2006). Acquisitions: Private versus public, *European Financial Management*, 12, 57-80

Chang, (1998). Takeovers of privately held targets, method of payment and bidder returns. *Journal of Finance*, 53, 773-784

Ang et al., (2000). Agency Costs and ownership structure, *Journal of Finance*, 55, 81-106

Fuller et al., (2002). What do returns to acquiring firms tell us? Evidence from firms that make may acquisitions, *Journal of Finance*, 57, 1763-1793

D. Kyriazis & G. Diakogiannis, (2008). The Determinants of Wealth Gains in Greek Takeover Bids, *International Research Journal of Finance and Economics*, Issue 22, ISSN 1450-2887

Moeller et al., (2002). Firm size and the gains from acquisitions, *Journal of Financial Economics*

De Angelo et al., (1984). Going private: Minority freezeouts and stockholder wealth, *Journal of Law and Economics*, 28, 367-401

N. Travlos, (1987). Corporate takeover bids, method of payment and bidding firms stock returns, *Journal of Finance*, 42, 943-963

Sudarsanam & Mahate, (2003). Glamour acquirers, method of payment and post acquisition performance: The UK evidence, *Journal of Business Finance and Accounting*, 30, 299-341

Myers, S.C. (1977). Determinants of corporate borrowing, *Journal of Financial Economics*, 5, 147-175

Martin, K.J. (1996). The method of payment in corporate acquisitions, investment opportunities and management ownership, *Journal of Finance*, 51, 1227-1246

Officer et all, (2008). Target-firm information asymmetry and acquirer returns, *Review of Finance*

Franks and Harris, (1989). Shareholder wealth effects of corporate takeovers: The UK experience 1955-85, *Journal of Financial Economics*, 23, 225-249

Stultz R.M., Walkling R.A. et al., (1990). The distinction of target ownership and the division of gains in successful takeovers, *Journal of Finance*, 45 (3), 817-833

Holl and Kyriazis, (1977). Wealth creation and Bid Resistance in U.K. Takeover Bids, *Strategic Management Journal*, 18 (6), 483-498

Limmack R., (1990). Takeover activity and differential returns to shareholders of bidding companies, *The David Hume Institute, Hume Occasional Paper*, No 19

Asquith et al., (1983). The gains to bidding firms from merger, *Journal of Financial Economics*, 11, 121-139

Jennings & Mazzeo, (1993). Competing Bids, Target Management Resistance, and the structure of Takeover Bids, *The review of Financial Studies*, Vo 6, No 4

- G. W. Schwert, (1996). Markup pricing in mergers and acquisitions, *Journal of Financial Economics*, 41, 153-192
- Betton & Eckbo, (2000). Toeholds, Bid Jumps, and Expected Payoffs in Takeovers, *The review of Financial Studies*, Vo 13, No 4
- Goldman & Qian, (2004). Optimal Toeholds in Takeover Contests, *Journal of Financial Economics*
- Loderer & Martin, (1990). Corporate Acquisitions by Listed Firms: The Experience of a Comprehensive Sample, *Financial Management*
- La Porta et al., (1999). Investor protection and corporate governance, *Journal of Financial Economics*, 58, 3-27
- Faccio & Lang, (2002). The ultimate ownership of Western European corporations, *Journal of Financial Economics*, 65, 365–395
- Dyck & Zingales, (2004). Private Benefits of Control: An International Comparison, *Journal of Finance*, Vo LIX, No 2
- Ben-Amar & Andre, (2005). Separation of Ownership from Control and Acquiring Firm Performance: The Case of Family Ownership in Canada, *Journal of Business Finance & Accounting*
- Pastena & Ruland, (1986). The Merger/Bankruptcy Alternative, *The Accounting Review*, Vol. 61, No. 2, pp. 288-301
- Higson & Elliott, (1998). Post-takeover returns: The UK evidence, *Journal of Empirical Finance*, 5, 27-46
- Palepu, (1986). Predicting Takeover Targets: A Methodological and Empirical Analysis. (Book)
- Cosh & Hughes, (1994). Size, financial structure and profitability (Book)
- Camerlynck, (2005). Pre-Acquisition Profile of Privately Held Companies Involved in Take-Overs: An Empirical Study, *Small Business Economics*, Vo 24, No. 2, 169-186
- Dumontier et al., (2002). Accounting and capital markets: a survey of the European evidence, *European Accounting Review*, 1468-4497, Vo. 11, Issue 1,119-151

ΠΑΡΑΡΤΗΜΑ

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΟΛΥΜΕΤΑΒΛΗΤΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

ΑΓΟΡΑΣΤΕΣ ΙΔΙΩΤΙΚΩΝ ΣΤΟΧΩΝ (-1)

ΓΕΝΙΚΟ ΔΕΙΓΜΑ

EQUATION	C	NIM.	EBT M.	CR.	QUICK R.	GR.	PE	OWNERSHIP	CS	SUB	R ²	F. st.
EQUATION 1	0,085	-0,113		-0,036		-0,028	0,543	-0,151	0,147	0,044	0,227	1,513
<i>(t. st.)</i>	<i>0,504</i>	<i>-0,554</i>		<i>-1,045</i>		<i>-1,383</i>	<i>1,833</i>	<i>-1,275</i>	<i>1,691</i>	<i>0,436</i>		
<i>Prob.</i>	<i>0,617</i>	<i>0,583</i>		<i>0,303</i>		<i>0,175</i>	<i>0,075</i>	<i>0,210</i>	<i>0,100</i>	<i>0,666</i>		<i>0,194</i>
EQUATION 2	0,014		-0,0004		-0,017	-0,023	0,499	-0,158	0,157	0,052	0,207	1,339
<i>(t. st.)</i>	<i>0,087</i>		<i>-0,002</i>		<i>-0,514</i>	<i>-1,141</i>	<i>1,692</i>	<i>-1,326</i>	<i>1,838</i>	<i>0,515</i>		
<i>Prob.</i>	<i>0,931</i>		<i>0,998</i>		<i>0,611</i>	<i>0,262</i>	<i>0,099</i>	<i>0,193</i>	<i>0,074</i>	<i>0,609</i>		<i>0,261</i>
EQUATION 3	-0,077						0,438	-0,120	0,167		0,172	2,767
<i>(t. st.)</i>	<i>-0,644</i>						<i>1,689</i>	<i>-1,113</i>	<i>2,079</i>			
<i>Prob.</i>	<i>0,523</i>						<i>0,099</i>	<i>0,272</i>	<i>0,044</i>			<i>0,054</i>

ΑΝΑΛΥΣΗ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ

ΑΓΟΡΑΣΤΕΣ ΙΔΙΩΤΙΚΩΝ ΣΤΟΧΩΝ (-1)

ΓΕΝΙΚΟ ΔΕΙΓΜΑ

	NIM	EBT_M	C R.	QUICK R.	G R.	PE	OWNERSHIP	CS	SUB
NIM	1.000.000	0.946209	-0.191930	-0.074205	-0.072811	-0.091381	-0.125777	-0.308356	0.054558
EBT_M	0.946209	1.000.000	-0.174674	-0.039150	-0.024574	-0.057831	-0.129734	-0.221340	0.085943
C R.	-0.191930	-0.174674	1.000.000	0.955258	-0.331008	0.120351	0.241142	0.110666	-0.155441
QUICK R.	-0.074205	-0.039150	0.955258	1.000.000	-0.316602	0.049926	0.152003	0.058328	-0.131664
G R.	-0.072811	-0.024574	-0.331008	-0.316602	1.000.000	0.266464	-0.264318	-0.111396	0.157347
PE	-0.091381	-0.057831	0.120351	0.049926	0.266464	1.000.000	0.051651	0.043159	0.307888
OWNERSHIP	-0.125777	-0.129734	0.241142	0.152003	-0.264318	0.051651	1.000.000	0.055902	0.125656
CS	-0.308356	-0.221340	0.110666	0.058328	-0.111396	0.043159	0.055902	1.000.000	0.015610
SUB	0.054558	0.085943	-0.155441	-0.131664	0.157347	0.307888	0.125656	0.015610	1.000.000

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΟΛΥΜΕΤΑΒΛΗΤΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

ΑΓΟΡΑΣΤΕΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟΧΩΝ (-1)

ΓΕΝΙΚΟ ΔΕΙΓΜΑ

EQUATION	C	NIM.	EBT M.	CR.	QUICK R.	GR.	PE	OWNERSHIP	CS	SUB	R ²	F. st.
EQUATION 1	-0,079	-0,326		0,088	0,002			0,097	0,132	-0,061	0,275	2,026
<i>(t. st.)</i>	-0,696	-2,146		2,230	0,408			1,023	1,299	-0,645		
<i>Prob.</i>	0,491	0,040		0,033	0,686			0,314	0,203	0,523		0,091
EQUATION 2	-0,009		-0,266	0,096			-0,234			-0,015	0,360	4,785
<i>(t. st.)</i>	-0,116		-1,513	2,507			-3,185			-0,170		
<i>Prob.</i>	0,908		0,140	0,017			0,003			0,866		
EQUATION 3	0,023					-0,001	-0,212	0,070	0,041		0,214	2,314
<i>(t. st.)</i>	0,254					-0,136	-2,235	0,767	0,412			
<i>Prob.</i>	0,801					0,893	0,032	0,448	0,683			0,077
EQUATION 4	-0,083	-0,227		0,103	0,017		-0,395				0,515	9,029
<i>(t. st.)</i>	-1,435	-1,851		3,506	3,087		-4,861					
<i>Prob.</i>	0,161	0,059		0,001	0,004		0,000					0,000

ΑΝΑΛΥΣΗ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ

ΑΓΟΡΑΣΤΕΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟΧΩΝ (-1)

ΓΕΝΙΚΟ ΔΕΙΓΜΑ

	NIM	EBT_M	C R.	QUICK R.	G R.	PE	OWNERSHIP	CS	SUB
NIM	1.000.000	0.791261	0.490237	-0.051831	-0.084854	0.065676	0.170330	0.212172	-0.062295
EBT_M	0.791261	1.000.000	0.492476	-0.035128	-0.075531	0.047460	0.008376	0.147396	0.182444
C R.	0.490237	0.492476	1.000.000	-0.005074	-0.499819	0.057911	0.205663	0.062122	-0.298344
QUICK R.	-0.051831	-0.035128	-0.005074	1.000.000	-0.212885	0.639614	-0.236759	-0.077671	0.172060
G R.	-0.084854	-0.075531	-0.499819	-0.212885	1.000.000	-0.473950	0.080015	0.135382	0.278543
PE	0.065676	0.047460	0.057911	0.639614	-0.473950	1.000.000	-0.216589	-0.297104	0.198661
OWNERSHIP	0.170330	0.008376	0.205663	-0.236759	0.080015	-0.216589	1.000.000	0.072822	-0.243658
CS	0.212172	0.147396	0.062122	-0.077671	0.135382	-0.297104	0.072822	1.000.000	-0.283011
SUB	-0.062295	0.182444	-0.298344	0.172060	0.278543	0.198661	-0.243658	-0.283011	1.000.000

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΟΛΥΜΕΤΑΒΛΗΤΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

ΟΛΟΙ ΟΙ ΑΓΟΡΑΣΤΕΣ (-1)

ΓΕΝΙΚΟ ΔΕΙΓΜΑ

EQUATION	C	NIM.	EBT M.	CR.	QUICK R.	GR.	PE	OWNERSHIP	CS	SUB	LU	R ²	F. st.
EQUATION 1	-0,097		-0,089	0,044		0,008	-0,161	-0,007		-0,028	0,107	0,159	2,030
<i>(t. st.)</i>	-1,125		-0,613	1,447		1,004	-1,190	-0,130		-0,472	1,880		
<i>Prob.</i>	0,264		0,542	0,152		0,319	0,238	0,897		0,638	0,064		0,062
EQUATION 2	-0,110	-0,096		0,050	0,003	0,022		-0,009	0,027	-0,059		0,101	1,204
<i>(t. st.)</i>	-1,187	-0,873		1,810	0,651	2,565		-0,118	0,465	-0,841			
<i>Prob.</i>	0,239	0,385		0,074	0,514	0,012		0,906	0,643	0,403			0,311
EQUATION 3	-0,020						-0,190				0,098	0,121	5,503
<i>(t. st.)</i>	-0,576						-2,674				1,901		
<i>Prob.</i>	0,566						0,009				0,061		0,006

ΑΝΑΛΥΣΗ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ

ΟΛΟΙ ΟΙ ΑΓΟΡΑΣΤΕΣ (-1)

ΓΕΝΙΚΟ ΔΕΙΓΜΑ

	NIM	EBT_M	C R.	QUICK R.	G R.	PE	OWNERSHIP	CS	SUB	LU
NIM	1.000.000	0.839734	0.217288	-0.027556	-0.010750	0.038654	0.031630	-0.101274	0.028352	0.206112
EBT_M	0.839734	1.000.000	0.186831	-0.005312	0.021201	0.022592	-0.095989	-0.148977	0.202970	0.247290
C R.	0.217288	0.186831	1.000.000	0.071704	-0.442361	0.063558	0.240254	0.143360	-0.262267	-0.128033
QUICK R.	-0.027556	-0.005312	0.071704	1.000.000	-0.167744	0.610725	-0.200550	-0.099223	0.145897	0.100990
G R.	-0.010750	0.021201	-0.442361	-0.167744	1.000.000	-0.386910	-0.074550	-0.140361	0.303304	0.316599
PE	0.038654	0.022592	0.063558	0.610725	-0.386910	1.000.000	-0.155956	-0.147621	0.185526	-0.023153
OWNERSHIP	0.031630	-0.095989	0.240254	-0.200550	-0.074550	-0.155956	1.000.000	0.196868	-0.174655	-0.247922
CS	-0.101274	-0.148977	0.143360	-0.099223	-0.140361	-0.147621	0.196868	1.000.000	-0.273869	-0.588442
SUB	0.028352	0.202970	-0.262267	0.145897	0.303304	0.185526	-0.174655	-0.273869	1.000.000	0.259788
LU	0.206112	0.247290	-0.128033	0.100990	0.316599	-0.023153	-0.247922	-0.588442	0.259788	1.000.000

ΑΠΟΤΕΛΕΣΜΑΤΑ ΠΟΛΥΜΕΤΑΒΛΗΤΗΣ ΑΝΑΛΥΣΗΣ

ΕΙΣΗΓΜΕΝΟΙ ΣΤΟΧΟΙ (-1)

ΓΕΝΙΚΟ ΔΕΙΓΜΑ

EQUATION	C	NIM.	EBT M.	CR.	QUICK R.	GR.	PE	OWNERSHIP	CS	SUB	R ²	F. st.
EQUATION 1	0,150		-0,129	0,002			-0,014		-0,074	-0,138	0,241	1,586
<i>(t. st.)</i>	1,926		-0,970	0,172			-1,378		-0,713	-1,561		
<i>Prob.</i>	0,066		0,341	0,865			0,180		0,482	0,131		0,201
EQUATION 2	0,096	-0,094		0,004				0,045	-0,077	-0,175	0,207	1,303
<i>(t. st.)</i>	0,688	-1,094		0,305				0,371	-0,720	-1,889		
<i>Prob.</i>	0,498	0,284		0,763				0,714	0,478	0,071		0,294
EQUATION 3	0,116		-0,115		0,008	-0,005				-0,196	0,218	1,814
<i>(t. st.)</i>	1,896		-0,996		1,190	-0,311				-2,135		
<i>Prob.</i>	0,069		0,329		0,245	0,759				0,042		0,156

ΑΝΑΛΥΣΗ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ

ΕΙΣΗΓΜΕΝΟΙ ΣΤΟΧΟΙ (-1)

ΓΕΝΙΚΟ ΔΕΙΓΜΑ

	NIM	EBT_M	C R.	QUICK R.	G R.	PE	OWNERSHIP	CS	SUB
NIM	1.000.000	0.795841	-0.292917	-0.416159	0.033362	-0.007960	-0.193654	-0.048437	-0.045547
EBT_M	0.795841	1.000.000	-0.464335	-0.032452	0.024043	-0.004005	-0.217480	-0.089162	0.129224
C R.	-0.292917	-0.464335	1.000.000	0.245265	-0.155245	0.030148	0.143513	-0.045585	0.138242
QUICK R.	-0.416159	-0.032452	0.245265	1.000.000	-0.181249	-0.075268	-0.054989	-0.132524	0.421510
G R.	0.033362	0.024043	-0.155245	-0.181249	1.000.000	0.667747	-0.380843	-0.105733	0.123787
PE	-0.007960	-0.004005	0.030148	-0.075268	0.667747	1.000.000	-0.230152	-0.024673	0.263043
OWNERSHIP	-0.193654	-0.217480	0.143513	-0.054989	-0.380843	-0.230152	1.000.000	-0.007161	-0.338277
CS	-0.048437	-0.089162	-0.045585	-0.132524	-0.105733	-0.024673	-0.007161	1.000.000	-0.250867
SUB	-0.045547	0.129224	0.138242	0.421510	0.123787	0.263043	-0.338277	-0.250867	1.000.000

ΑΝΑΛΥΣΗ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ

ΑΓΟΡΑΣΤΕΣ ΙΔΙΩΤΙΚΩΝ ΣΤΟΧΩΝ (-3)

ΓΕΝΙΚΟ ΔΕΙΓΜΑ

	N I M	E B T M	C R	QUICK R	G R	PE	OWNERSHIP	CS	SUB
N I M	1.000.000	0.951390	0.112298	0.266069	-0.082183	-0.051247	-0.146362	-0.296305	-0.259033
E B T M	0.951390	1.000.000	0.093182	0.269446	-0.019105	-0.084421	-0.191323	-0.258273	-0.221473
C R	0.112298	0.093182	1.000.000	0.930272	-0.493846	0.012542	0.301116	0.134168	-0.219534
QUICK R	0.266069	0.269446	0.930272	1.000.000	-0.475370	-0.069294	0.210798	0.082619	-0.209790
G R	-0.082183	-0.019105	-0.493846	-0.475370	1.000.000	0.204032	-0.233476	-0.113090	0.186082
PE	-0.051247	-0.084421	0.012542	-0.069294	0.204032	1.000.000	0.052356	0.044231	0.338966
OWNERSHIP	-0.146362	-0.191323	0.301116	0.210798	-0.233476	0.052356	1.000.000	0.052632	0.116169
CS	-0.296305	-0.258273	0.134168	0.082619	-0.113090	0.044231	0.052632	1.000.000	-0.013007
SUB	-0.259033	-0.221473	-0.219534	-0.209790	0.186082	0.338966	0.116169	-0.013007	1.000.000

ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ

	N I M	E B T M	C R	QUICK R	G R	PE	OWNERSHIP	CS	SUB
N I M	1.000.000	0.948437	0.117921	0.217457	-0.248486	0.041641	-0.072798	-0.104801	-0.219939
E B T M	0.948437	1.000.000	0.112433	0.227070	-0.216021	0.007084	-0.101910	0.027326	-0.175921
C R	0.117921	0.112433	1.000.000	0.937032	-0.493131	0.127655	0.248411	0.126180	-0.170945
QUICK R	0.217457	0.227070	0.937032	1.000.000	-0.506094	0.076553	0.200781	0.151014	-0.117472
G R	-0.248486	-0.216021	-0.493131	-0.506094	1.000.000	-0.147708	0.082741	0.063419	-0.043594
PE	0.041641	0.007084	0.127655	0.076553	-0.147708	1.000.000	0.019509	-0.011178	0.148026
OWNERSHIP	-0.072798	-0.101910	0.248411	0.200781	0.082741	0.019509	1.000.000	-0.119618	0.094916
CS	-0.104801	0.027326	0.126180	0.151014	0.063419	-0.011178	-0.119618	1.000.000	-0.093352
SUB	-0.219939	-0.175921	-0.170945	-0.117472	-0.043594	0.148026	0.094916	-0.093352	1.000.000

ΑΝΑΛΥΣΗ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ

ΑΓΟΡΑΣΤΕΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟΧΩΝ (-3)

ΓΕΝΙΚΟ ΔΕΙΓΜΑ

	N I M	EBT M	C R	QUICK R	G R	PE	OWNERSHIP	CS	SUB
N I M	1.000.000	0.955137	0.179855	0.332665	-0.014196	0.289382	0.030706	0.189164	0.002093
EBT M	0.955137	1.000.000	0.183183	0.365126	-0.016361	0.280697	-0.046644	0.166029	0.135645
C R	0.179855	0.183183	1.000.000	0.895577	-0.609345	0.102876	0.118183	-0.019801	-0.295610
QUICK R	0.332665	0.365126	0.895577	1.000.000	-0.631512	0.365822	-0.014938	-0.040864	-0.194392
G R	-0.014196	-0.016361	-0.609345	-0.631512	1.000.000	-0.138910	0.032083	0.004505	0.309946
PE	0.289382	0.280697	0.102876	0.365822	-0.138910	1.000.000	-0.247500	-0.106527	0.138568
OWNERSHIP	0.030706	-0.046644	0.118183	-0.014938	0.032083	-0.247500	1.000.000	0.152883	-0.226521
CS	0.189164	0.166029	-0.019801	-0.040864	0.004505	-0.106527	0.152883	1.000.000	-0.165508
SUB	0.002093	0.135645	-0.295610	-0.194392	0.309946	0.138568	-0.226521	-0.165508	1.000.000

ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ

	N I M	EBT M	C R	QUICK R	G R	PE	OWNERSHIP	CS	SUB
N I M	1.000.000	0.981658	0.296889	0.388128	-0.367882	-0.013438	0.194225	0.244958	-0.187822
EBT M	0.981658	1.000.000	0.317958	0.422236	-0.366234	-0.016829	0.221792	0.253721	-0.120704
C R	0.296889	0.317958	1.000.000	0.944434	-0.536105	0.301129	0.244823	0.009740	-0.228671
QUICK R	0.388128	0.422236	0.944434	1.000.000	-0.549283	0.338942	0.348252	0.004836	-0.195809
G R	-0.367882	-0.366234	-0.536105	-0.549283	1.000.000	0.073927	-0.225630	-0.145562	-0.079547
PE	-0.013438	-0.016829	0.301129	0.338942	0.073927	1.000.000	0.160918	-0.120703	-0.246226
OWNERSHIP	0.194225	0.221792	0.244823	0.348252	-0.225630	0.160918	1.000.000	0.218218	0.193892
CS	0.244958	0.253721	0.009740	0.004836	-0.145562	-0.120703	0.218218	1.000.000	-0.059235
SUB	-0.187822	-0.120704	-0.228671	-0.195809	-0.079547	-0.246226	0.193892	-0.059235	1.000.000

ΑΝΑΛΥΣΗ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ

ΟΛΟΙ ΟΙ ΑΓΟΡΑΣΤΕΣ (-3)

ΓΕΝΙΚΟ ΔΕΙΓΜΑ

	N I M	EBT M	C R	QUICK R	G R	PE	OWNERSHIP	CS	SUB	LU
N I M	1.000.000	0.957285	0.109336	0.283210	0.053164	0.249016	-0.072265	-0.144917	0.034573	0.271732
EBT M	0.957285	1.000.000	0.099761	0.301501	0.071364	0.234825	-0.145122	-0.173106	0.141251	0.308182
C R	0.109336	0.099761	1.000.000	0.905794	-0.532503	0.057634	0.210911	0.117741	-0.281192	-0.116990
QUICK R	0.283210	0.301501	0.905794	1.000.000	-0.539113	0.233029	0.074440	0.028190	-0.194848	-0.023378
G R	0.053164	0.071364	-0.532503	-0.539113	1.000.000	-0.060750	-0.084240	-0.191516	0.344471	0.281167
PE	0.249016	0.234825	0.057634	0.233029	-0.060750	1.000.000	-0.192810	-0.103828	0.198573	0.095652
OWNERSHIP	-0.072265	-0.145122	0.210911	0.074440	-0.084240	-0.192810	1.000.000	0.216853	-0.179297	-0.216853
CS	-0.144917	-0.173106	0.117741	0.028190	-0.191516	-0.103828	0.216853	1.000.000	-0.280415	-0.608825
SUB	0.034573	0.141251	-0.281192	-0.194848	0.344471	0.198573	-0.179297	-0.280415	1.000.000	0.336361
LU	0.271732	0.308182	-0.116990	-0.023378	0.281167	0.095652	-0.216853	-0.608825	0.336361	1.000.000

ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ

	N I M	EBT M	C R	QUICK R	G R	PE	OWNERSHIP	CS	SUB	LU
N I M	1.000.000	0.976888	0.204706	0.305822	-0.294096	0.017424	0.082185	-0.026087	-0.150657	0.200898
EBT M	0.976888	1.000.000	0.214256	0.328510	-0.282452	0.004222	0.090255	0.003458	-0.093468	0.211138
C R	0.204706	0.214256	1.000.000	0.937960	-0.510114	0.182895	0.243230	0.051033	-0.190268	0.016782
QUICK R	0.305822	0.328510	0.937960	1.000.000	-0.524891	0.167452	0.262825	0.035234	-0.144438	0.054015
G R	-0.294096	-0.282452	-0.510114	-0.524891	1.000.000	-0.074627	-0.050973	0.000398	-0.064786	-0.037628
PE	0.017424	0.004222	0.182895	0.167452	-0.074627	1.000.000	0.066068	-0.066922	0.001837	0.045181
OWNERSHIP	0.082185	0.090255	0.243230	0.262825	-0.050973	0.066068	1.000.000	0.083045	0.130107	-0.083045
CS	-0.026087	0.003458	0.051033	0.035234	0.000398	-0.066922	0.083045	1.000.000	-0.150867	-0.600000
SUB	-0.150657	-0.093468	-0.190268	-0.144438	-0.064786	0.001837	0.130107	-0.150867	1.000.000	0.150867
LU	0.200898	0.211138	0.016782	0.054015	-0.037628	0.045181	-0.083045	-0.600000	0.150867	1.000.000

ΑΝΑΛΥΣΗ ΣΥΣΧΕΤΙΣΗΣ

ΕΙΣΗΓΜΕΝΟΙ ΣΤΟΧΟΙ (-3)

ΓΕΝΙΚΟ ΔΕΙΓΜΑ

	N I M	EBT M	C R	QUICK R	G R	PE	OWNERSHIP	CS	SUB
N I M	1.000.000	0.621718	-0.049319	-0.619588	0.214255	0.030740	-0.136533	0.118683	-0.241264
EBT M	0.621718	1.000.000	-0.406407	-0.631909	0.055307	-0.005845	-0.088224	0.040085	-0.045341
C R	-0.049319	-0.406407	1.000.000	0.231348	-0.132002	0.280944	-0.357292	0.193239	-0.217608
QUICK R	-0.619588	-0.631909	0.231348	1.000.000	-0.508165	-0.008503	-0.039831	-0.113073	0.409418
G R	0.214255	0.055307	-0.132002	-0.508165	1.000.000	-0.120896	0.125819	-0.015015	-0.494935
PE	0.030740	-0.005845	0.280944	-0.008503	-0.120896	1.000.000	0.095467	0.067645	0.114431
OWNERSHIP	-0.136533	-0.088224	-0.357292	-0.039831	0.125819	0.095467	1.000.000	-0.025628	-0.107657
CS	0.118683	0.040085	0.193239	-0.113073	-0.015015	0.067645	-0.025628	1.000.000	-0.281865
SUB	-0.241264	-0.045341	-0.217608	0.409418	-0.494935	0.114431	-0.107657	-0.281865	1.000.000

ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ

	N I M	EBT M	C R	QUICK R	G R	PE	OWNERSHIP	CS	SUB
N I M	1.000.000	0.905327	0.133225	0.230961	-0.115118	-0.079128	0.051803	-0.127530	-0.236290
EBT M	0.905327	1.000.000	0.226284	0.343167	-0.115388	-0.022770	-0.011088	-0.135175	-0.219119
C R	0.133225	0.226284	1.000.000	0.949878	-0.639477	0.396062	-0.351428	0.206114	-0.071926
QUICK R	0.230961	0.343167	0.949878	1.000.000	-0.619158	0.313999	-0.434722	0.158637	-0.076843
G R	-0.115118	-0.115388	-0.639477	-0.619158	1.000.000	-0.336963	-0.022138	-0.124880	-0.013043
PE	-0.079128	-0.022770	0.396062	0.313999	-0.336963	1.000.000	0.092289	0.037732	0.335406
OWNERSHIP	0.051803	-0.011088	-0.351428	-0.434722	-0.022138	0.092289	1.000.000	-0.205798	0.171499
CS	-0.127530	-0.135175	0.206114	0.158637	-0.124880	0.037732	-0.205798	1.000.000	-0.294118
SUB	-0.236290	-0.219119	-0.071926	-0.076843	-0.013043	0.335406	0.171499	-0.294118	1.000.000

ΑΓΟΡΑΣΤΕΣ ΙΔΙΩΤΙΚΩΝ ΣΤΟΧΩΝ (-3)

ΓΕΝΙΚΟ ΔΕΙΓΜΑ

EQUATION	C	NIM.	EBT M.	CR.	QUICK R.	GR.	PE	OWNERSHIP	CS	SUB	R ²	F. st.
EQUATION 1	-0,059	-0,098		0,018			0,408	-0,149	0,150	0,033	0,180	1,318
<i>(t. st.)</i>	-0,579	-0,491		0,500			1,769	-1,786	1,982	0,252		
<i>Prob.</i>	0,566	0,626		0,620			0,085	0,083	0,055	0,802		0,274
EQUATION 2	-0,085		-0,043		0,027		0,415	-0,148	0,156	0,043	0,183	1,343
<i>(t. st.)</i>	-0,838		-0,259		0,757		1,851	-1,904	2,039	0,342		
<i>Prob.</i>	0,407		0,797		0,454		0,073	0,065	0,049	0,734		0,264
EQUATION 3	-0,002					-0,028	0,517	-0,157	0,152		0,205	2,449
<i>(t. st.)</i>	-0,012					-1,264	1,941	-1,412	1,871			
<i>Prob.</i>	0,991					0,214	0,060	0,166	0,069			0,063

ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ

EQUATION	C	NIM.	EBT M.	CR.	QUICK R.	GR.	PE	OWNERSHIP	CS	SUB	R ²	F. st.
EQUATION 1	0,114	-0,254		-0,055		-0,142	0,308	-0,025	0,187	-0,053	0,334	2,288
<i>(t. st.)</i>	0,829	-1,038		-1,604		-4,244	1,128	-0,227	2,163	-0,407		
<i>Prob.</i>	0,413	0,307		0,119		0,000	0,268	0,822	0,038	0,687		0,052
EQUATION 2	0,037		-0,053		-0,038	-0,124	0,263	-0,051	0,191	-0,009	0,299	1,954
<i>(t. st.)</i>	0,283		-0,271		-0,942	-3,267	0,939	-0,463	2,080	-0,075		
<i>Prob.</i>	0,779		0,788		0,353	0,003	0,355	0,646	0,046	0,941		0,093
EQUATION 3	-0,076					-0,109			0,179		0,257	6,436
<i>(t. st.)</i>	-0,910					-3,862			2,128			
<i>Prob.</i>	0,369					0,000			0,040			0,004

ΑΓΟΡΑΣΤΕΣ ΕΙΣΗΓΜΕΝΩΝ ΣΤΟΧΩΝ (-3)

ΓΕΝΙΚΟ ΔΕΙΓΜΑ

EQUATION	C	NIM.	EBT M.	CR.	QUICK R.	GR.	PE	OWNERSHIP	CS	SUB	R²	F. st.
EQUATION 1	-0,076	-0,023		0,087			0,041		0,025	-0,077	0,217	1,826
<i>(t. st.)</i>	-0,846	-0,190		2,279			0,359		0,284	-1,053		
<i>Prob.</i>	0,404	0,851		0,029			0,722		0,778	0,300		0,135
EQUATION 2	-0,018		-0,064		0,073		-0,006		0,027	-0,088	0,176	1,407
<i>(t. st.)</i>	-0,224		-0,481		1,818		-0,046		0,300	-1,150		
<i>Prob.</i>	0,824		0,634		0,078		0,964		0,766	0,258		0,247
EQUATION 3	0,093					-0,001	0,067			-0,129	0,093	1,192
<i>(t. st.)</i>	1,867					-0,140	0,586			-1,694		
<i>Prob.</i>	0,070					0,889	0,562			0,099		0,327
EQUATION 4	-0,141				0,074			0,094			0,154	3,282
<i>(t. st.)</i>	-1,693				2,265			1,231				
<i>Prob.</i>	0,099				0,030			0,226				0,049

ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ

EQUATION	C	NIM.	EBT M.	CR.	QUICK R.	GR.	PE	OWNERSHIP	CS	SUB	R²	F. st.
EQUATION 1	-0,083	0,011		0,093			0,952	-0,032	-0,042	-0,057	0,384	1,766
<i>(t. st.)</i>	-0,571	0,078		1,732			1,607	-0,211	-0,381	-0,466		
<i>Prob.</i>	0,576	0,939		0,101			0,126	0,836	0,708	0,647		0,166
EQUATION 2	-0,037		-0,034		0,108		0,901	-0,078		-0,054	0,398	2,378
<i>(t. st.)</i>	-0,294		-0,233		1,963		1,576	-0,535		-0,470		
<i>Prob.</i>	0,772		0,818		0,065		0,133	0,599		0,644		0,080
EQUATION 3	0,105					-0,075	1,404				0,317	4,883
<i>(t. st.)</i>	1,657					-1,640	2,774					
<i>Prob.</i>	0,112					0,116	0,011					0,018
EQUATION 4	-0,109				0,096		0,964				0,371	6,197
<i>(t. st.)</i>	-1,330				2,171		1,872					
<i>Prob.</i>	0,198				0,042		0,075					0,008
EQUATION 5	-0,138			0,095			1,019				0,364	6,019
<i>(t. st.)</i>	-1,445			2,107			1,994					
<i>Prob.</i>	0,163			0,047			0,059					0,009

ΟΛΟΙ ΟΙ ΑΓΟΡΑΣΤΕΣ (-3)

ΓΕΝΙΚΟ ΔΕΙΓΜΑ

EQUATION	C	NIM.	EBT M.	CR.	QUICK R.	GR.	PE	OWNERSHIP	CS	SUB	LU	R²	F. st.
EQUATION 1	-0,077	-0,002		0,044			0,106	-0,011	0,011	-0,011		0,053	0,704
<i>(t. st.)</i>	-0,906	-0,021		1,560			0,939	-0,156	0,200	-0,184			
<i>Prob.</i>	0,368	0,983		0,123			0,351	0,877	0,842	0,854			0,647
EQUATION 2	-0,102		-0,083		0,043		0,096	0,020		-0,051	0,103	0,090	1,239
<i>(t. st.)</i>	-1,259		-0,732		1,479		0,862	0,296		-0,820	1,893		
<i>Prob.</i>	0,212		0,467		0,143		0,392	0,768		0,415	0,062		0,296
EQUATION 3	-0,023					-0,005	0,113			-0,066	0,097	0,064	1,309
<i>(t. st.)</i>	-0,656					-0,574	1,062			-1,055	1,855		
<i>Prob.</i>	0,514					0,568	0,292			0,295	0,067		0,274

ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ

EQUATION	C	NIM.	EBT M.	CR.	QUICK R.	GR.	PE	OWNERSHIP	CS	SUB	LU	R²	F. st.
EQUATION 1	0,003	0,062		0,056			0,576	-0,119	-0,035	-0,008		0,150	1,670
<i>(t. st.)</i>	0,027	0,508		1,680			1,959	-1,158	-0,578	-0,094			
<i>Prob.</i>	0,979	0,614		0,098			0,055	0,252	0,566	0,925			0,145
EQUATION 2	-0,060		0,008		0,072		0,550	-0,115		-0,034	0,117	0,233	2,884
<i>(t. st.)</i>	-0,624		0,064		2,128		1,977	-1,163		-0,413	1,999		
<i>Prob.</i>	0,535		0,949		0,038		0,053	0,250		0,681	0,050		0,016
EQUATION 3	0,030					-0,084	0,580				0,121	0,250	6,671
<i>(t. st.)</i>	0,654					-2,856	2,192				2,251		
<i>Prob.</i>	0,516					0,006	0,032			0,028			0,001

ΕΙΣΗΓΜΕΝΟΙ ΣΤΟΧΟΙ (-3)

ΓΕΝΙΚΟ ΔΕΙΓΜΑ

EQUATION	C	NIM.	EBT M.	CR.	QUICK R.	GR.	PE	OWNERSHIP	CS	SUB	R ²	F. st.
EQUATION 1	0,267	-0,036		0,003		-0,182	-0,022	0,000	-0,095	-0,235	0,319	1,738
<i>(t. st.)</i>	1,406	-0,913		0,076		-1,874	-1,571	0,002	-0,946	-2,406		
<i>Prob.</i>	0,171	0,370		0,940		0,072	0,128	0,999	0,353	0,024		0,144
EQUATION 2	0,075				0,021		-0,021			-0,162	0,215	2,740
<i>(t. st.)</i>	1,353				1,340		-1,646			-2,049		
<i>Prob.</i>	0,186				0,190		0,110			0,049		0,061
EQUATION 3	0,240		-0,022			-0,177	-0,024			-0,197	0,273	2,724
<i>(t. st.)</i>	2,981		-0,480			-1,970	-1,910			-2,444		
<i>Prob.</i>	0,006		0,635			0,058	0,066			0,021		0,049

ΠΕΡΙΟΡΙΣΜΕΝΟ ΔΕΙΓΜΑ

EQUATION	C	NIM.	EBT M.	CR.	QUICK R.	GR.	PE	OWNERSHIP	CS	SUB	R ²	F. st.
EQUATION 1	-0,067	-0,440		0,172			-0,037	-0,002	-0,136	-0,159	0,482	2,330
<i>(t. st.)</i>	-0,256	-1,999		2,296			-2,226	-0,012	-1,091	-1,189		
<i>Prob.</i>	0,801	0,064		0,037			0,042	0,991	0,293	0,253		0,086
EQUATION 2	-0,033		-0,685		0,213		-0,035		-0,159	-0,183	0,622	5,260
<i>(t. st.)</i>	-0,330		-3,327		3,844		-2,715		-1,542	-1,667		
<i>Prob.</i>	0,746		0,004		0,001		0,015		0,143	0,115		0,005
EQUATION 3	0,597					-0,464	-0,038	-0,215	-0,063		0,454	3,533
<i>(t. st.)</i>	3,059					-2,910	-2,730	-1,320	-0,564			
<i>Prob.</i>	0,007					0,010	0,014	0,204	0,580			0,028